

2010年1月4日

日信证券策略小组

徐海洋

021-68762813

谢爱红

010-88086830

策略研究

扩张后期 三途“索骥”

——2010年年度策略报告

投资要点

◇全球范围内的产能利用率较低，工业生产现状仍不乐观。欧美失业率居高不下，消费需求受到抑制，全球经济复苏进程仍将在2010年持续演进，但步伐和速度将十分缓慢。不过经济二次探底的可能性较小。政策退出预期越发强烈，但调整力度与方式尚难预测。

◇国内原有经济增长结构性矛盾尚未消除，依靠投资拉动增长的模式将再次遭遇瓶颈，工业生产、发电量都已进入周期顶峰，筑顶回落可能性很高，整体经济增长也将在2010年年中前后步入扩张后期。经济发展方式转型现实而迫切，但转型将以增速下滑为代价。

◇宏观经济增长延续增长，但环比指标扩张速度开始放缓甚至有所下滑，代表经济运行的同步指标，或部分滞后指标继续扩张，如企业盈利等反弹向上，可能成为这一阶段重要的市场特征。

◇刺激经济的总量政策权重可能有所降低，政策调控中可能呈现更多结构性变化。货币政策扩张力度收缩，但国内业已严重超发的货币和外汇占款走高趋势，可能使金融市场进入“紧信贷、宽货币”状态。经济政策方面，促进消费需求，工业内部技术升级、培育战略新兴产业，以及区域经济规划，将是重要特征。

◇低成本融资和信贷扩张对权益乘数形成支撑。经济复苏趋势有利于企业经营环境的改善，从而保证ROE的向上态势。

◇静态测算，2010年资金供求处于相对弱平衡状态，红筹股、国际板发行是较大不确定因素。此外，流通市值对货币供给的比值进入历史最高位，资金对市场估值水平的推动能力削弱。不过，人民币升值带来的热钱流入预期，将成为资金供给积极因素。

◇2010年行情将表现出更大的波动特征和区间特征，对于投资节奏的掌控、自下而上的个股选择和主题投资将成为获取超额收益的关键。第一季度，A股市场有望迎来较好投资窗口，重点关注稳定增长和业绩拐点的投资机会。此后，经济持续复苏推动利润上移，钢铁、煤炭、电力等上游制造也将获得表现机会。中长期机会在于内需消费，及代表经济转型和结构升级的战略新兴产业。

目录:

市场回顾：资金与复苏的合力	5
国际经济：复苏进程依然疲弱	7
宏观面：经济进入扩张后期	10
政策面：总量扩张到结构刺激	20
企业盈利：仍有惯性冲高动能	26
流动性：扩容节奏决定盈缺结果	31
市场判断与策略选择：从“业绩浪”到“经济转型”	35
2010 年十大金股：	38

图表目录:

图表 1: A股行业涨跌幅 (数据截至 12 月中旬)	5
图表 2: 2009 年申万风格指数涨跌幅 (数据截至 12 月中旬, %)	5
图表 3: 申万一级行业估值 (TTM, 整体法, 剔除负值)	6
图表 4: 申万一级行业估值 (市净率, 剔除负值)	6
图表 5: 美国GDP环比增长率 (季节调整%)	7
图表 6: 美国全部工业部门产能利用率	7
图表 7: 美国零售和食品服务销售额环比增长 (%)	7
图表 8: 美国零售和食品服务销售额	8
图表 9: 美国失业率	8
图表 10: 美国首次与持续申请失业救济人数	8
图表 11: 美国消费者价格指数 (%)	8
图表 12: 美国生产者价格指数 (%)	9
图表 13: 欧盟GDP	9
图表 14: 欧盟产能利用率	9
图表 15: 欧盟制造业采购经理人指数 (PMI)	9
图表 16: 欧盟失业率 (%)	10
图表 17: 日本GDP增速	10
图表 18: 日本进出口状况 (%)	10
图表 19: 我国GDP同比增速	11
图表 20: 固定资产投资高位震荡	12
图表 21: 消费维持稳健, 外贸趋于回归合理水平	12
图表 22: 三大动力对经济增长的贡献度	13
图表 23: 居民可支配收入增长并没有经济形势乐观	13
图表 24: 城乡居民人均收入水平对比	14
图表 25: 投资可能仍是 2010 年增长支柱	14
图表 26: 中国宏观经济景气指数	15
图表 27: 制造业采购经理指数	15
图表 28: 重工业带动工业产值逼近新高	16
图表 29: 发电量已达 10 年周期新高	16
图表 30: 中国GDP环比增长数据可望逐步回落	17
图表 31: 2010 年物价走势预测 (阴影部分为预测走势)	18
图表 32: 2010 年翘尾因素变化趋势	18
图表 33: 我国GDP增速与CPI走势对应关系 (季)	19
图表 34: 货币信贷扩张速度达到十余年新高	21
图表 35: 美国基础货币扩张 1 倍以上	21
图表 36: 美元利率降至新低	21
图表 37: 2010 年新增信贷预期回落	22
图表 38: 我国超发货币再次进入高峰 (M2-GDP-CPI) %	22
图表 39: 我国基础货币与货币乘数走势	22

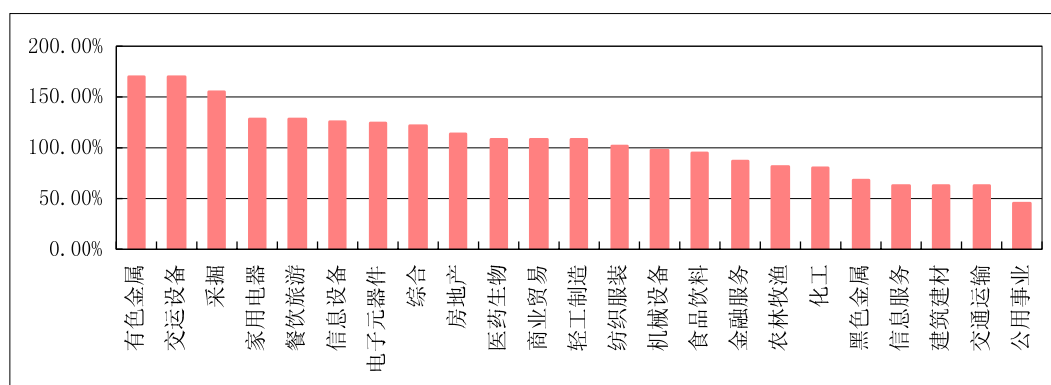
图表 40: 我国外汇占款走向高位.....	23
图表 41: 人民币升值预期与热钱流入规模.....	24
图表 42: 外汇占款与货币供应量比值关系.....	24
图表 43: 2009 年部分工业行业调控政策.....	25
图表 44: 2009 年区域规划相关政策一览.....	26
图表 45: 09 年上市公司净利润企稳回升.....	27
图表 46: 单季度利润同比环比数据变化.....	27
图表 47: 上市公司经营性现金流好转.....	27
图表 48: 上市公司净资产收益率开始回升.....	28
图表 49: 工业企业 09 年应收帐款开始下滑.....	28
图表 50: 工业企业存货周转率还在下滑.....	28
图表 51: 09 年以来上市公司净资产收益率触底回升.....	29
图表 52: 杜邦分析法对ROE的预测.....	29
图表 53: 2009-2011 年预期盈利水平变化.....	30
图表 54: 限售股解禁阶段统计.....	31
图表 55: 2010 年限售股解禁数量排名.....	31
图表 56: 部分限售股解禁市值占总市值超过 70%的公司.....	32
图表 57: 2009 年新股发行和再融资募集资金数额(月度).....	33
图表 58: A股流通市值与M1、M2 比值和沪深 300 走势叠合图.....	33
图表 59: M1 与A股流通市值叠合图.....	34
图表 60: A股流通市值与M2 比值与沪深 300 走势叠合图.....	34
图表 61: 境外热钱流入与人民币汇率.....	35
图表 62: 当前市场估值状况.....	36

市场回顾：资金与复苏的合力

在经济复苏与充裕流动性的助推下，2009 年上半年 A 股市场走出单边上扬态势，下半年市场受扩容及政策调整预期影响，呈宽幅震荡格局。上证指数从 2009 年 1 月初的 1800 多点，一路攀升至 7 月末的 3470 点一线，期间除 2 中下旬至 3 月份调整外，没有经历一轮像样的调整。整个 8 月份 A 股市场基本处于单边下跌走势，上证指数从高点一路下跌 800 余点，跌幅超过 20%。9 月初，A 股市场开始震荡反弹，经过 9、10、11 月份的连续持续反弹，上证综指一度上升至 3300 点上方，全年涨幅约 80%。

本轮行情中，有色金属、房地产、采掘、纺织服装、机械制造等板块率先启动，而食品饮料、公用事业、医药生物、农林牧渔等防御型板块启动迟滞。从 2009 年总体的运行情况看，有色金属、交运设备、采掘、家用电器、餐饮旅游、信息设备、电子元器件、房地产、医药生物、商业贸易、轻工制造、纺织服装，共计 12 个板块涨幅超过 100%，基本上跑赢同期上证指数与沪深 300 指数。而机械设备、食品饮料、金融服务、化工、黑色金属、建筑建材、交通运输与公用事业涨幅低于沪深 300 指数，跑输大市。

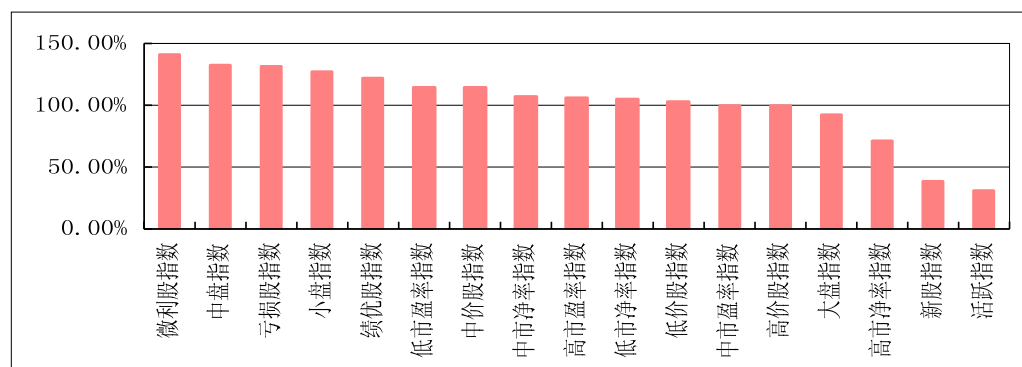
图表 1：A 股行业涨跌幅（数据截至 12 月中旬）



数据来源：wind 日信证券

从风格角度看，2009 年初至 12 月中旬，微利股、中盘股、亏损股、小盘股以及绩优股涨幅靠前，板块涨幅在 120%以上。而新股、高市净率股、大盘股、高价股、中市盈率股板块涨幅在 100%以下。

图表 2：2009 年申万风格指数涨跌幅（数据截至 12 月中旬，%）

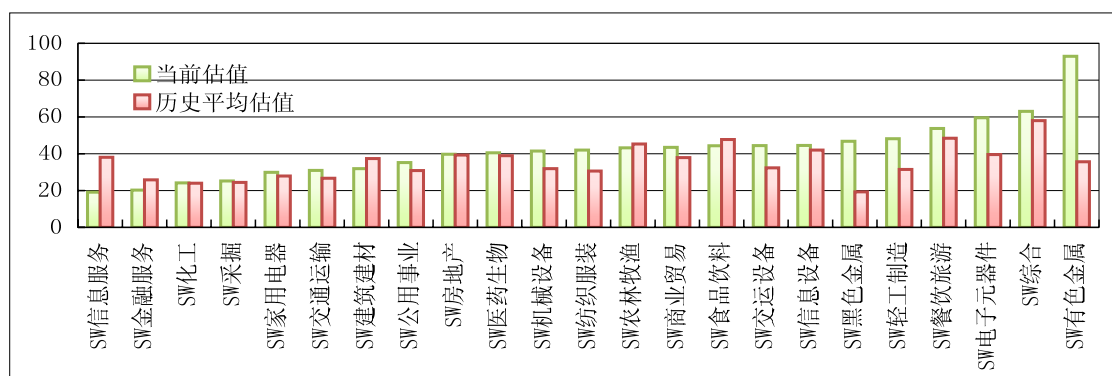


数据来源：wind 日信证券

从A股市场的总体风格与行业轮动来看，2009年是一个停留在预期层面的资金炒作市，板块轮动与政策和消息的出台契合，金融、交通运输、石油石化、黑色金属板块的蓝筹股普遍跑输大市，而微利股、亏损股、中小盘股、创业板等受到资金青睐，被轮番炒作。

经过近一年的连续炒作，蓝筹股逐渐成为整个A股市场的估值洼地，而绩差股、创业板、概念股等小盘股，估值水平逐渐高企，风险日益积聚。从市盈率角度看，根据市盈率（TTM，整体法，剔除负值）统计2006年1月至2009年12月14日，我们发现，信息服务、金融服务、化工、采掘估值较低，且低于历史平均市盈率，而有色金属、电子元器件、餐饮旅游、轻工制造估值较高，且当前估值水平高于历史平均市盈率。

图表 3：申万一级行业估值（TTM，整体法，剔除负值）

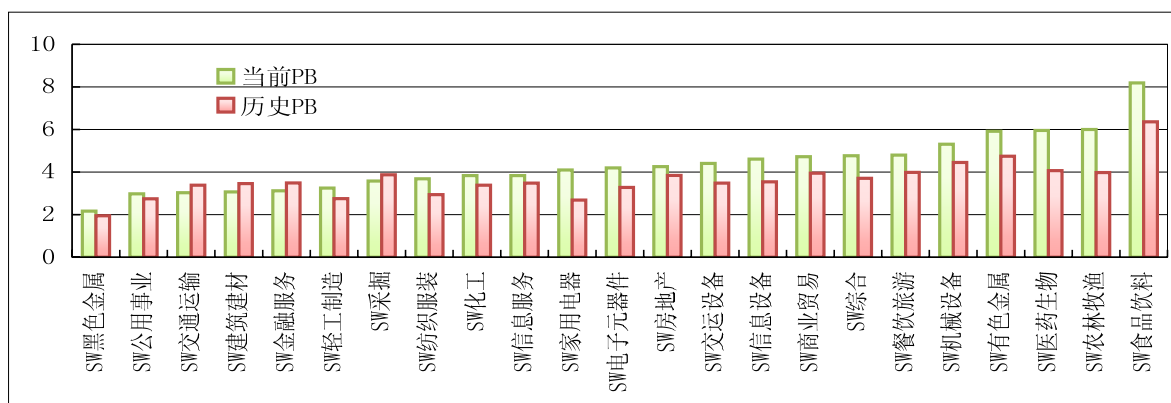


数据来源：wind 日信证券

从市净率角度看，通过对2006年1月份至2009年12月14日的数据统计，我们发现，黑色金属、公用事业、交通运输、建筑建材、金融服务、采掘当前市净率较低，且低于或接近历史平均市净率。而食品饮料、农林牧渔、医药生物、有色金属、机械设备、餐饮旅游估值相对较高，且高于历史平均估值水平。从估值角度看，信息服务、金融服务、化工、采掘、黑色金属、交通运输、公用事业、建筑建材估值较低，而食品饮料、农林牧渔、医药生物、有色金属、电子元器件、餐饮旅游估值相对较高。

从板块轮动与估值角度来看，我们初步预计2010年A股风格将与2009年有所不同。一些估值合理，业绩增长有保障的蓝筹板块以及对经济复苏反应迟滞的周期性板块，将逐渐受到资金青睐。金融创新方面的信息，有望成为促动市场风格转换的催化剂。

图表 4：申万一级行业估值（市净率，剔除负值）



数据来源：wind 日信证券

国际经济：复苏进程依然疲弱

从失业率与产能利用率角度看，本轮经济危机的程度与 70 年代末 80 年代初状况比较相似，程度稍轻。不同的是，本轮经济危机，各国政府纷纷快速反应，适时推出了经济刺激方案，使经济在段时间内触底回稳。全球经济复苏进程仍将在 2010 年持续演进，但步伐和速度将十分缓慢。复苏进程中仍会充满波折，不过经济二次探底的可能性较小。

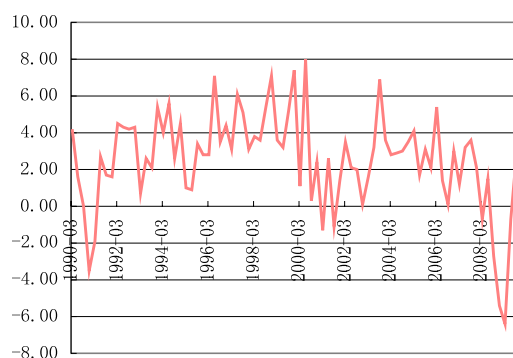
欧美失业率居高不下，消费需求受到抑制，全球范围内消费现状仍不容乐观。全球范围内的产能利用率较低，美国与欧洲仍在 70% 左右，中国部分工业产能严重过剩，工业生产现状仍不乐观。全球范围内贸易萎缩明显，短期内很难恢复到经济危机之前的水准。

在经济逐渐回稳后，随着全球主要经济体如中国、美国、欧洲等，物价指数同比转正，通胀预期逐渐增强。我们预计，2010 年半年全球范围内经济刺激政策将开始考虑逐步退出、货币政策微调的可能性较大，下半年加息的可能性增强。政策调整的力度与方式，将会对实体经济以及虚拟经济产生一定影响，但力度与幅度尚难预测。

美国：经济“最糟糕”的时期已经过去。美国就业情况有好转迹象，失业率有见顶迹象，预示着企业生产和经营活动逐渐活跃。不过，美国失业率仍处于 10% 左右，接近 70 年代末 80 年代初美国“大萧条”时期的水平。此外，美国的产能利用率和工业总产出水平仍处于近 10 来的最低水平，工业生产状况仍难以乐观。美国 CPI 与 PPI 11 月双双转正，但核心物价指数相对平稳，能源价格持续上涨，成为物价指数同比转正的主要因素。在经济形势有所好转但仍未恢复的情况下，美联储对于“经济刺激方案”的退出持相对谨慎态度。我们初步预计，美联储在 2010 年三季度加息的可能性较大。美国在 2010 年仍将维持缓慢复苏势头，二次探底的可能性不大。

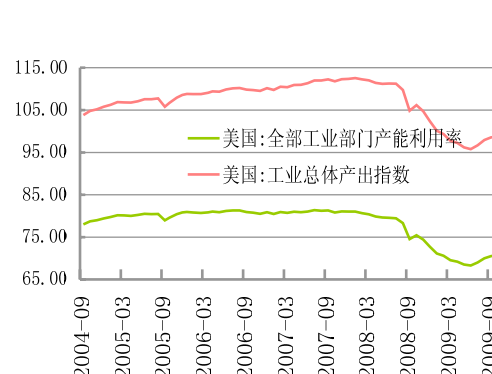
美国三季度 GDP 实现强劲增长，增速为 3.5%，超过分析师之前预计的 3.3%，为一年来的首次增长，且增幅创两年来最高纪录。GDP 数据的强势反转，预示着衰退了近两年的美国经济，基本实现了触底反弹。美国产能利用率与工业总产出持续反弹，但仍低于近 10 年的平均水准。美国全部工业产能利用率与美国工业总体产出指数自 09 年 5 月份双双触底以来，已经连续 4 个月持续好转。美国 11 月份产能利用率升至 71.3%，高于此前预计的 71.1%；美国工业总体产出指数自 5 月份触及 95.78 的 10 年来新低后，经过连续 4 个月持续反弹，10 月份达到 98.63，仍处于 100 之下。美国工业产能利用率以及工业产值持续反弹，说明企业经过经济衰退期间的大幅度清理库存后，应重新补充库存要求，开工率逐渐回升。

图表 5：美国 GDP 环比增长率（季节调整%）



数据来源：日信证券 Wind

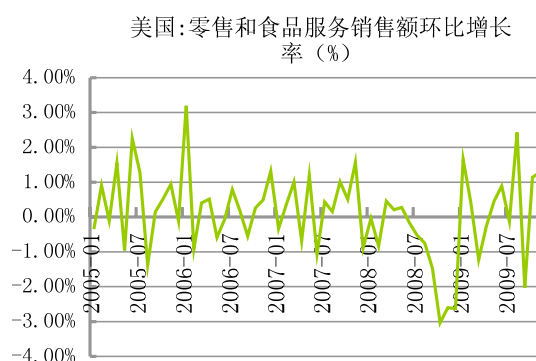
图表 6：美国全部工业部门产能利用率



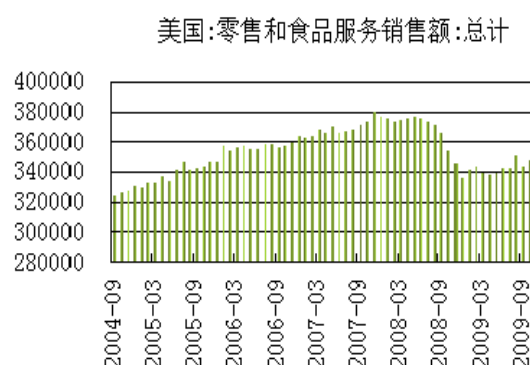
数据来源：日信证券 Wind

美国 11 月零售销售环比升 1.29%, 较 10 月份的零售环比增速加快 0.15 个百分点。该数据自 9 月份环比大幅下降超过 2% 之后, 连续两个月环比改善。从零售和食品服务销售总额方面看, 2009 年的前 11 个月份中仅有 8 月份和 11 月份超过 3500 亿美元, 较 2005 年以来的均值低 100 多亿美元。从消费数据来看, 美国消费增速持续好转, 但消费总量仍然偏低, 失业率持续高企, 在一定程度上制约消费增长。

图表 7: 美国零售和食品服务销售额环比增长 (%) 图表 8: 美国零售和食品服务销售额



数据来源: 日信证券 Wind



数据来源: 日信证券 Wind

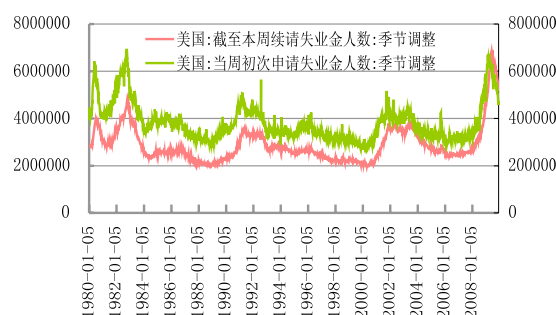
美国就业市场有好转迹象, 失业率出现回落, 但仍处于 10% 的高位, 高失业率状态有望延续 2010 年。美国劳工部公布的数据显示, 美国 11 月失业率从 10 月的 10.2% 降至 10%, 失业率有见顶迹象。2009 年以来美国失业率居高不下, 自年初 1 月份的 7.6%, 一路攀升至 10 月份的 10.2%, 直逼 1982-1983 年美国大萧条时的水平。从美国劳工部公布的每周首次申请失业救济人数以及持续申请失业人数的情况看, 自 2009 年 10 月下旬以来, 两项数据持续回落。从就业市场的发展趋势看, 就业形势有所好转, 但失业率仍处于 83 年以来的最差水平, 高失业率仍将持续影响消费者信心以及消费前景。

图表 9: 美国失业率



数据来源: 日信证券 Wind

图表 10: 美国首次与持续申请失业救济人数

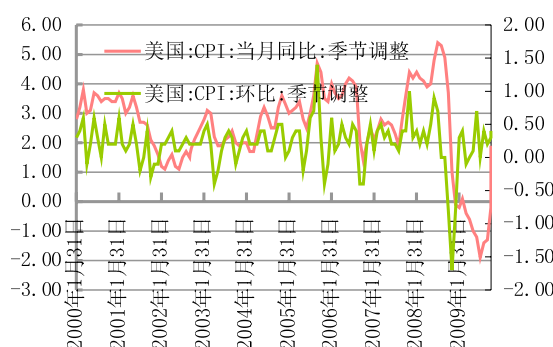


数据来源: 日信证券 Wind

从美国近期公布的消费者价格指数 (CPI) 和生产者价格指数 (PPI) 来看, 美国目前基本摆脱通缩压力, 但短期内加息的可能性不大。美国消费者价格指数 (季节性调整后), 在 2009 年的前 11 个月中, 仅 2 月份和 11 月份实现同比正增长, 分别为增长 0.1% 和 1.9%。根据美国劳工部的统计报告, 11 月份食品价格同比下滑 0.7%, 而能源价格同比上涨 7.7%, 推助了 CPI 同比转正。美国生产

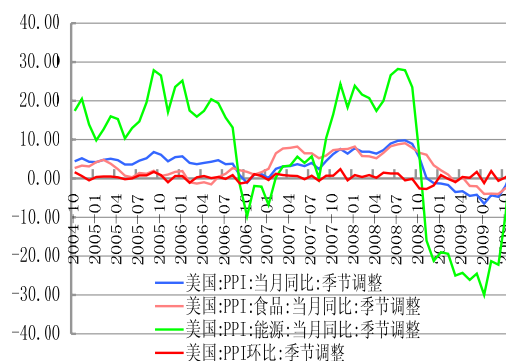
者价格指数 (PPI) 同比增长率自 7 月份触底以来, 连续四个月出现回升, 并于 11 月份转正。在分项统计中, 食品价格指数同比降幅缩窄, 而能源价格同比大幅上涨 10.6%。从消费者价格指数 (CPI) 和生产者价格指数 (PPI) 11 月份双双转正的情况看, 能源价格持续上涨起到了关键性作用。此外, 除食品外的, 原材料价格上涨趋势逐渐形成, 通缩压力基本消失, 能源价格主导的价格上涨趋势显现。尽管美联储仍声明保持 0-0.25% 的低利率, 随着宽松货币政策的持续执行, 能源以及资源价格的上涨将逐渐向下游传导, 预计美联储在 2010 年三季度加息的可能性较大。

图表 11: 美国消费者价格指数 (%)



数据来源: 日信证券 Wind

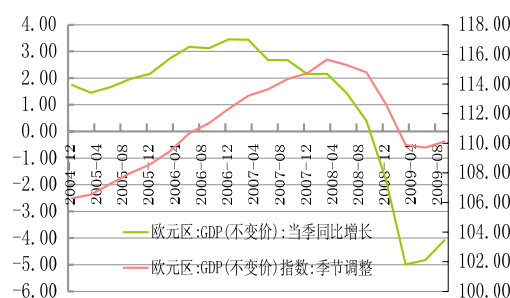
图表 12: 美国生产者价格指数 (%)



数据来源: 日信证券 Wind

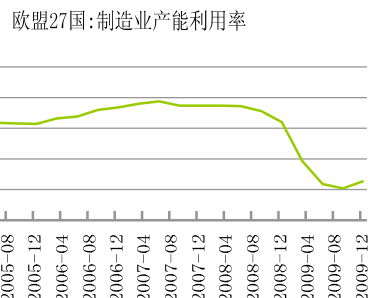
欧洲: 经济复苏拐点出现, 产能利用率仍在低位徘徊。在整个 2009 年, 欧元区 GDP 增速出现同比大幅度回落, 1 季度同比回落 4.99%, 2 季度降幅缩窄至 4.83%, 3 季度为同比下滑 4.06%, 前三季度基本呈现渐进复苏态势, 但 GDP 增速仍为下滑趋势。不过由于 2009 年基数较低, 预计 2010 年欧元区 GDP 同比将会出现较大改善。此外, 欧盟 27 国产能利用率 2009 年的前三季度一直在 70% 左右徘徊, 仍未恢复到近 20 年来的平均水平 80% 以上。

图表 13: 欧盟 GDP



数据来源: 日信证券 Wind

图表 14: 欧盟产能利用率



数据来源: 日信证券 Wind

欧元区制造业采购经理人指数自 2009 年 3 月份二次探底以来, 已经连续 7 个月持续回升, 并于 10 月份上破荣枯分界线 50 达到 50.70, 11 月份升至 51.20。制造业采购经理指数连续两个月处于 50 荣枯分水岭上方, 说明欧元区制造业持续扩张, 制造业景气度逐渐提升。然而, 与美国一样, 欧元区的失业率仍居高不下, 目前已经达到 10 年来的高位。根据欧盟统计局公布的数据显示, 欧

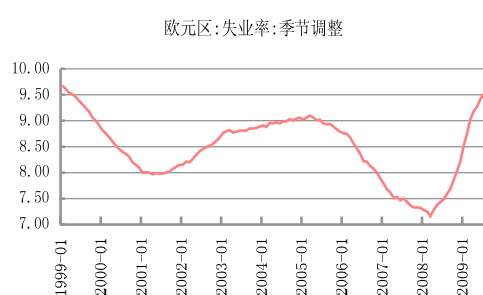
欧元区失业率自 2008 年下半年以来逐月攀升，2009 年全年失业水平将达到 9% 以上。

图表 15: 欧盟制造业采购经理人指数 (PMI)



数据来源: 日信证券 Wind

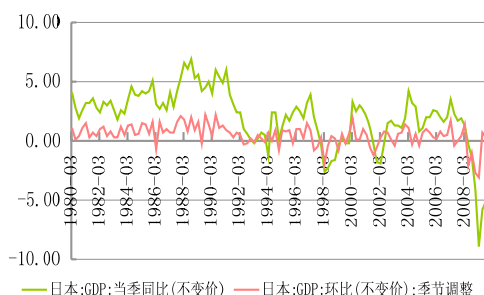
图表 16: 欧盟失业率 (%)



数据来源: 日信证券 Wind

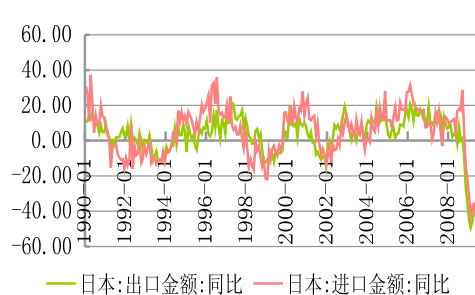
日本: GDP 连续两个月实现环比增长，但同比仍处于负增长状态，贸易状况环比改善，同比状况仍不佳。根据日本官方公布的数据显示，日本 GDP 同比增长率在 2009 年一季度触底，达到同比增长-8.9%，在之后的二季度与三季度，实现同比增长-5.80%、-5.10%。随着外围经济的逐渐回暖，日本外贸形势逐月好转，截至 2009 年 10 月，出口总额同比降幅缩小至 23.22%，进口额降幅缩小至 35.60%，外贸顺差扩大，但外贸形势仍不容乐观。

图表 17: 日本 GDP 增速



数据来源: 日信证券 Wind

图表 18: 日本进出口状况 (%)



数据来源: 日信证券 Wind

此外，经济合作与发展组织 (OECD) 公布的数据显示，世界经济显现出明显的触底回升信号。衡量 OECD 30 个成员经济体经济活动的领先指标 10 月份升至 101.4，9 月份为 100.4，表明 OECD30 个成员国经济持续复苏。分地区看，加拿大、法国、意大利、德国和英国的经济复苏势头强劲。而美国、巴西和俄罗斯领先指数稍逊于其他经济体。七大工业国所有成员国 10 月份领先指标均高于上年同期，清晰地表明这些国家经济均处于复苏中。总体而言，多数主要经济体在 2009 年第二和第三季度摆脱了衰退，复苏势头将得以延续。

宏观面：经济进入扩张后期

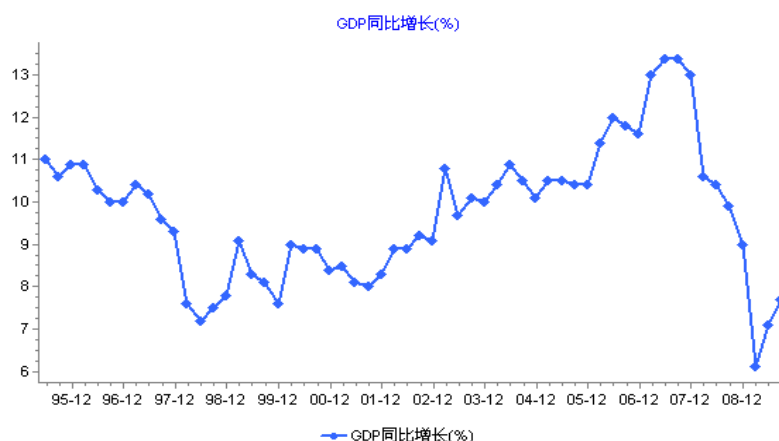
2009 年股票市场出人意料的表现，在很大程度上源于投资者对于管理层刺激经济复苏的力度与决心，没有给予足够充分评估。为了应对危机，我国推出了十多年历史中绝无仅有的宽松货币政策

和积极财政政策的政策组合，并结合行业振兴计划出台规模达 4 万亿元的大规模政府投资计划。经济刺激计划第一年便给市场带来了 9.5 万亿元增量信贷，是任何机构和个人都无法准确预期的。刺激计划在力挽经济颓势的同时，也使得中国经济结构性矛盾问题进一步累积。在 2010 年，受制于结构问题的拖累，中国经济可能很难重演 09 年强劲复苏向上的状态。

经济回升难掩结构矛盾

从实际效果上看，以“保持经济平稳较快发展”作为经济工作首要任务的政策目标，使得我国经济在全球金融危机的背景下，顺利企稳回升。GDP 增速在 09 年第一季度下探至同比增长 6.1%，创下 95 年以来新低后，便开始逐步企稳回升。目前来看，经济增速仍在延续上行态势，第三季度 GDP 同比增速达到 8.9%，前三季度 GDP 增速回升至 7.7% 的水平。由于 10 月、11 月份经济继续维持良性增长态势，预计中国第四季度经济较上年同期的增速有望超过第三季度的 8.9%，从而使得全年 GDP 增速超过 8%，完成年初政策“保 8”的既定目标。

图表 19: 我国 GDP 同比增速



数据来源: Wind 资讯

数据来源: 日信证券 Wind

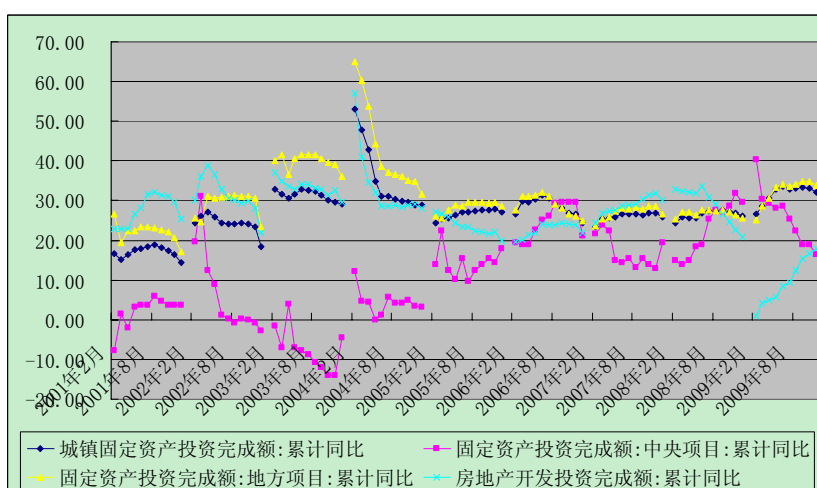
从经济数据内部细项数据来看，国内经济运行环境持续改善，宏观和微观两个层面的数据都能印证经济稳健复苏向上的趋势。但是，依靠政府投资刺激的经济复苏，也开始呈现一定结构性问题，持续上行存在一定疑问。如果 2010 年政策调控目标发生转化，很可能不会对经济复苏向上的速度造成一定影响。

根据国家统计局公布的 11 月份宏观经济数据，城镇固定资产投资从 33.1% 小幅下滑至 32.1%，不过消费、外贸部门缓步向上的趋势得到保持。11 月份社会消费品零售总同比增长 15.8%，比上月放缓 0.4 个百分点，实际增速也回落至 15.2%。11 月外贸出口总值为 1136.5 亿美元，同比降幅从上月的 13.8% 快速收敛至 1.2%。如此巨幅变化，最主要原因在于去年同期基数效应的变化，08 年 10 月、11 月出口同比幅度分别为 +19.3% 和 -2.2%。不过，出口绝对额连续 5 个月超过 1000 亿美元大关，并创造去年 11 月以来新高，也表明外国需求确实存在缓步复苏趋势。当然，在各国经济陷入增长困境，传统产业发展步履维艰的国际环境下，贸易保护主义开始抬头，09 年以来针对中国的反倾销、特保案件明显提升，涉及金额不断升高，表明我们在预期外贸环境随着经济复苏有所趋暖

的同时，也不能对其拉动作用报过高期望。

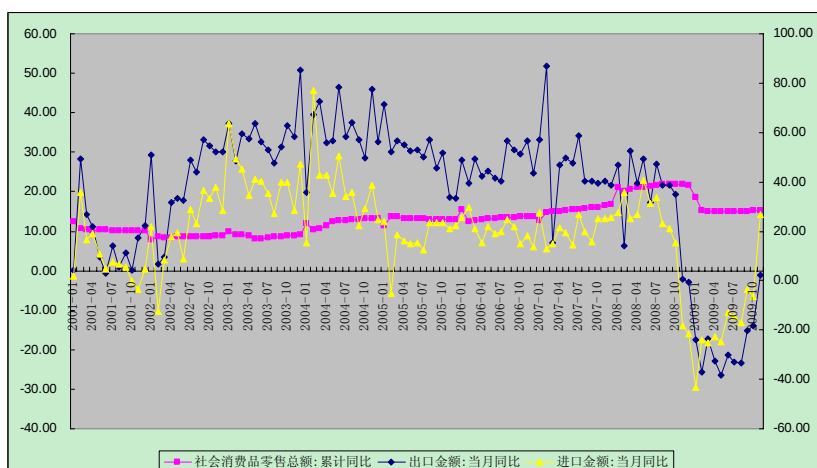
从投资项目来看，年初带动投资反弹的主要力量无疑来自于中央投资项目近 40% 的增幅，这也是此次经济触底反弹的重要带动力量。从目前的数据对比来看，我们发现了一喜一忧两种趋势：喜的是，在中央投资项目增速逐步回落的同时，地方投资项目增速相较年初有所上升，这对于经济持续稳定运行是十分有利的。忧的是，无论中央，还是地方投资增速已经开始呈现高位趋缓，甚至有所下滑的趋势，其对经济超预期增长的带动作用已经在逐步减弱。值得关注的是，下半年以来，房地产投资开始成为带动投资项目保持较快速度增长的核心力量，且在历史上，房地产投资对总投资的贡献度达到 20%-30% 左右的水平。经过 7、8 月房地产商的拿地高潮，我们对房地产开发投资未来一年维持较高水平报有信心。但是面对 09 年房价巨幅上涨引起政策调控的局面，如果未来经济依靠房地产带动，将面临很大的政策风险，这应该引起我们关注。

图表 20: 固定资产投资高位震荡



数据来源: 日信证券 Wind

图表 21: 消费维持稳健，外贸趋于回归合理水平



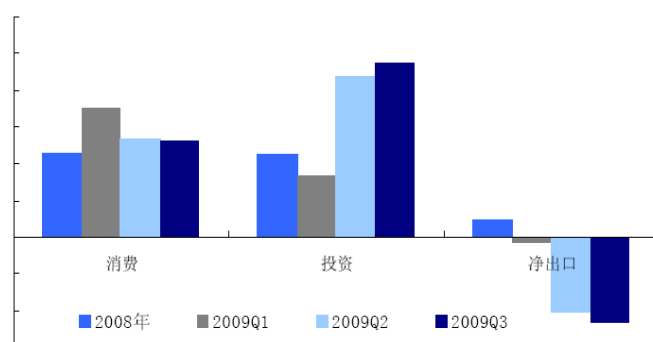
数据来源: 日信证券 Wind

目前来看，带动经济增长三大动力每一个都处于相对良性的发展趋势之中，经济增长前景似乎比较乐观。不过，从结构角度观察，我们应该对 2010 年经济抱一定谨慎心理。

从三大动力对比数据上看，带动中国经济增长的动力再次回复到投资之上，消费对经济的贡献度并没有明显提升，如果对比以往年份的占比数据，甚至有所下滑。也就是说，中国国内经济虽然在 09 年实现高速增长，但经济的结构性问题依然比较严峻。

经济增长对固定资产投资的依赖程度仍然很高，而消费动力空间相对有限。从预期上讲，对投资依赖度过高不但意味着未来国内制造业仍然面临产能过剩的巨大压力，同时也会使经济增长再次进入资源环境瓶颈束缚的陷阱之中而无法实现可持续发展。同时，在消费领域，国家支持、刺激消费的意图非常明显，但消费能否实现飞跃，则取决于居民现实购买力空间。

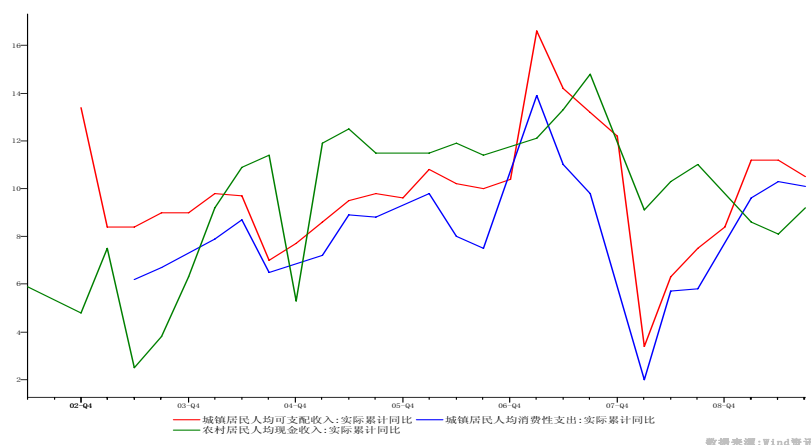
图表 22: 三大动力对经济增长的贡献度



数据来源: 日信证券 Wind

不过，统计数据结果显示，国内居民可支配收入增长并没有想象中乐观，整体处于近十年中游水平。且经过 08 年以来的增速反弹后，09 年第 3 季度城镇居民实际可支配收入出现下滑趋势。在高房价和 2010 年通胀预期的压制下，对消费的释放空间保持适度谨慎是必要的。农村居民现金收入在 09 年有所提升，这与政策税费减免等有密切关系，但农村居民消费的潜力应当有限。数据显示，08 年农村家庭人均年收入只有城镇居民收入 1/3 左右的水平。

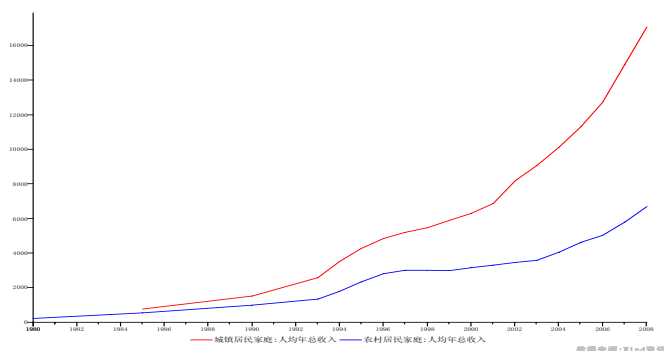
图表 23: 居民可支配收入增长并没有经济形势乐观



数据来源: Wind 资讯

数据来源: 日信证券 Wind

图表 24: 城乡居民人均收入水平对比

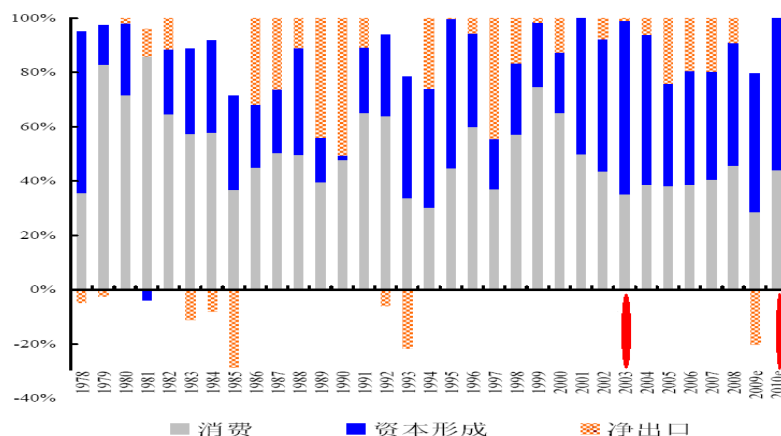


数据来源: 日信证券 Wind

虽然投资在 09 年的高速增长使得经济结构性矛盾有所加强, 但基于大型投资项目在三年内 2: 6: 2 的资金投入惯例, 以及房地产投资的复苏趋势, 我们判断, 固定资产投资仍将是带动 2010 年整体经济增长的核心力量。消费数据有可能进一步上升, 但贡献空间有限。需要注意的是, 外围经济缓步复苏可能对国内经济产生重要影响, 其最主要变化可能在于从的负贡献变为零或小幅正向贡献, 但重要性有限。尤其是在我国目前特殊的加工工业模式下, 外需的复苏在一定程度上还能够继续带动国内的投资增长。这在我们此前的研究报告中已经做过详细讨论。

基于这种预期, 我们认为, 2010 年经济在面临结构性问题的同时, 仍将出现主要依靠投资带动增长的局面。而这种情形将十分类似于 2003-2004 年期间依靠投资带动经济的发展状况。投资建设的产能释放, 叠加了 2005 年汇率改革, 使得中国制造业国际竞争力在全球得以释放, 进而带来了 06、07 年此轮经济增长周期高峰, 也使得中国产业结构基本定型在依靠能源资源消耗维系的加工工业模式。在目前的时点上, 投资完成的产能能否得到有效释放? 成为未来经济运行中最大的不确定性。并且, 根据外围经济中期震荡筑底, 艰难回升的基本判断, 我们认为中国经济很难重复曾经的辉煌。发展模式转型与产业结构升级势在必行, 而新市场的培育, 新技术的应用, 必将以增长速度的放缓为代价。

图表 25: 投资可能仍是 2010 年增长支柱



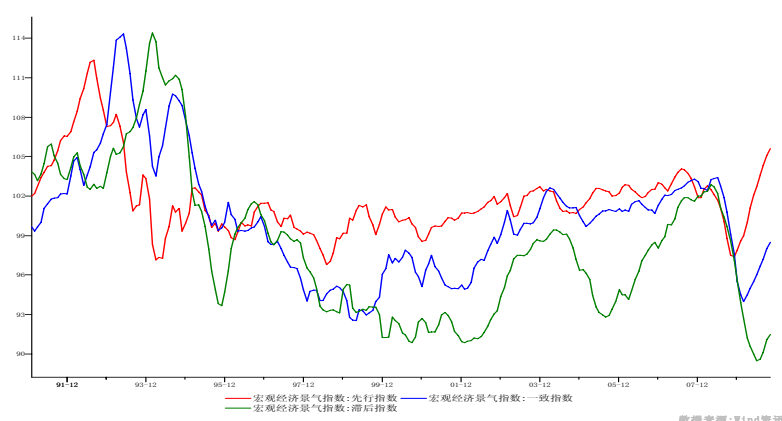
数据来源: 日信证券 Wind

经济或进入扩张后期

由于 09 年经济复苏中带有明显的外部因素刺激特征，并且，原有经济运行中的结构性问题可能对持续复苏造成影响。我们从经济复苏的先后顺序上看，由于 2010 年投资刺激经济效应减弱，货币扩张速度放缓（下文论述），而外需、消费崛起力度有限，经济体有可能出现领先指标上行趋缓，或筑顶回落可能性，而部分同步指标或滞后指标仍会进一步回升反弹，即经济扩张可能进入中后期阶段，此时经济增长，上市公司盈利恢复还在继续，但经济环比扩张的速度将开始明显放缓，甚至回落，这在明年下半年经济运行过程中可能会表现得比较突出。

从国家统计局发布的一系列中国宏观经济景气指数来看，受政府投资带动的领先指标急速回升，超过 1994 年以来的所有数值，达到新高的 105.6。从经济运行周期的可比性上来讲，我们认为，以近 10 年经济运行作为一个周期的可比性更强。也就是说，目前经济运行的先行指标已经达到了新高，虽然其上行趋势仍在保持，但未来震荡向下的概率更高。而一致指标和滞后指标，则分别处于近 10 年的中游和下游水平，其继续复苏向上将是 2010 年经济领域中的重要看点。

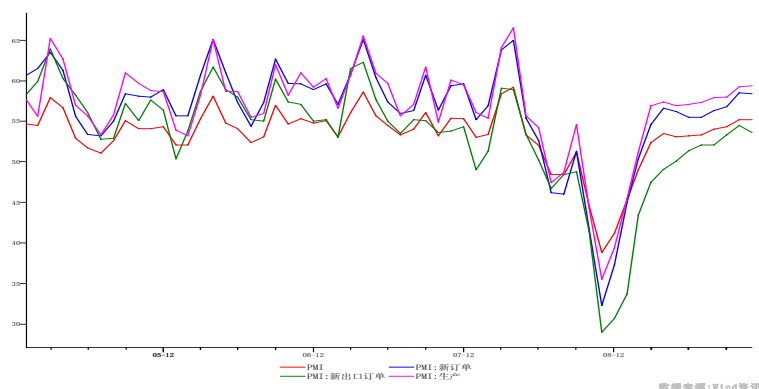
图表 26: 中国宏观经济景气指数



数据来源: 日信证券 Wind

作为另一重要先行指标的 PMI 指数，同样有类似情况产生。新订单和出口订单目前已有环比回落趋势，而生产者指数则仍然维持稳健上行趋势。

图表 27: 制造业采购经理指数

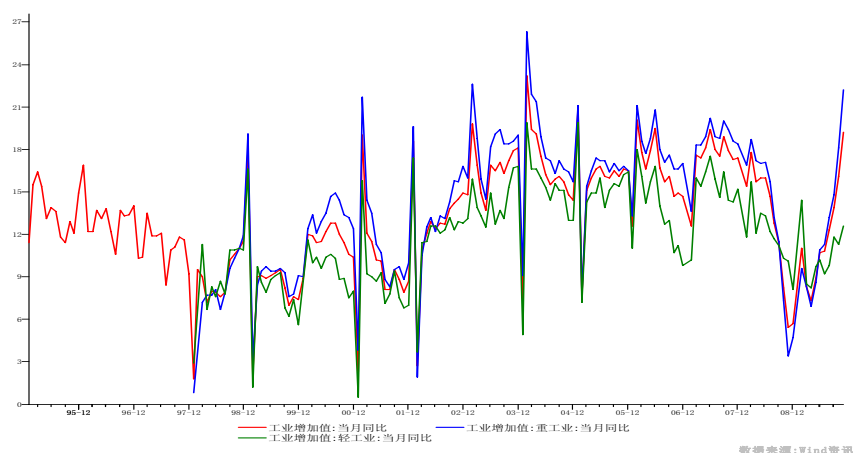


数据来源: 日信证券 Wind

进一步，我们从经济运行中观数据进行观察。11 月份，工业增加值同比增长 19.2%，如果不考虑春节因素引起的扰动，这一增速仅低于 2004 年 3 月和 2007 年 6 月的 19.4%。

导致工业生产加速的原因显然是重工业。11 月，重工业生产同比增长 22.2%，比上月高出 4.1 个百分点，这个增速已经超过 2004-2006 上一次经济复苏向上周期的增长速度。从产值来看，重工业占全部工业的比重高达 70%。从工业产值上我们可以做出这样几个判断：由于工业生产接近历史最高值，继续向上的空间似乎有限。轻重工业生产结构失衡进一步加剧，联系工信部 2010 年 11% 的工业生产增速目标，管理层调整工业生产结构，抑制高耗能重工业生产增长的意图比较明显，这样，中国工业生产数据很可能在明年 1 季度末 2 季度初前后走到巅峰，此后开始下滑。

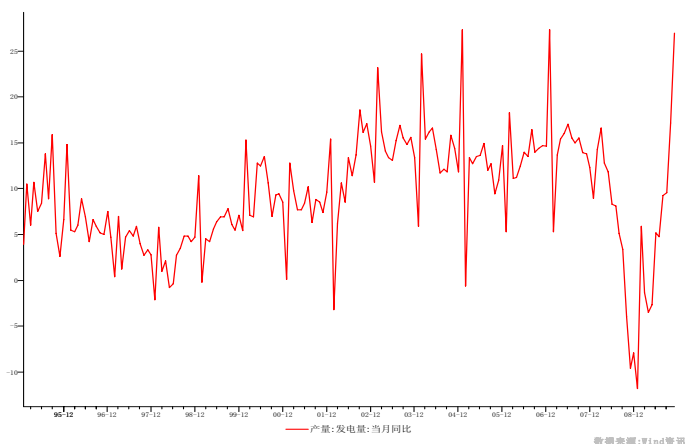
图表 28: 重工业带动工业产值逼近新高



数据来源: 日信证券 Wind

伴随工业数据同步上涨的是发电量数据。作为指示经济活动最可靠的同步数据之一，发电量自 09 年初见底回升，对市场研究机构断定经济企稳复苏构成了重要支撑。尤其值得注意的是，目前 11 月发电量同比增速达到 26.93%，剔除季节因素，创出 1995 年以来的新高。可见，此轮经济恢复增长的力度十分强劲。不过，也正因为发电量数据已经走到 10 年长周期的高点，在产业结构转型没有完成之前，我们很难对其继续大幅上行抱过高期望。相反，如果经济增长摆脱单纯依靠大规模投资的拉动，走向均衡，发电量在 2010 年冲高震荡回落的可能性也更高。当然，作为最重要的同步指标，发电量数据也很难出现大幅下滑走势。

图表 29: 发电量已达 10 年周期新高



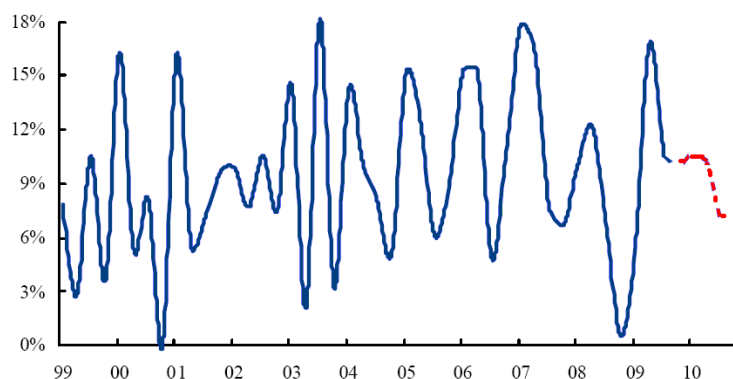
数据来源: 日信证券 Wind

我们回头来看，2008 年金融危机爆发后，全球各国政府史无前例地采取了积极财政和宽松货币政策来刺激经济复苏。在政策作用下，目前主要发达国家和多数发展中国家经济已经显现企稳见底迹象。不过从中期视角来看，导致原有经济金融模式运行难以为继的全球失衡状况没有改变：美国过度消费转换成了政府赤字，中国消费不足被进一步投资扩张暂时弥补。如果经济真正能够结束调整，进入新一轮可持续增长周期，新技术、新市场必须得到开发，全球经济失衡状况必须得到纠正。尤其在 2010 年应急刺激政策预期退出的基本环境中，经济转型和全球再平衡过程必将给未来经济运行带来更大的不确定性。

需要强调的是，依靠货币增发或财政刺激的经济复苏，必将走到曲终人散的一刻。天量货币投放和美欧等国越来越严重的财政赤字压力，并不支持这一应急模式的长期存在。相反，政策退出越晚，寻找新增长点的困难可能会给实体经济带来更大创伤。

基于原有经济增长结构性矛盾尚未消除，依靠投资拉动增长边际效率递减的判断，我们认为，2010 年国内部分领先指标将逐步进入增长周期顶峰，并进入筑顶回落阶段，整体经济增长也将在 2010 年年中前后步入扩张后期，这一阶段宏观经济增长还在继续，但环比指标扩张速度开始放缓甚至有所下滑，而经济同比数据继续扩张，代表经济运行的同步指标，或者部分滞后指标继续扩张，例如企业盈利等复苏反弹向上，可能成为这一阶段重要的市场特征。但在趋势上，更需要关注宏观经济增速可能面临的下滑，以及新的刺激增长动力能否出现，并完成带动经济增长的任务。预计 2010 年国内 GDP 增长速度有望超越 09 年约 8.3%-8.5% 的增长水平，但目前我们不认为 GDP 增速能够大幅超越 09 年水平，预计全年增长水平在 9%-9.5% 左右。

图表 30：中国 GDP 环比增长数据可望逐步回落

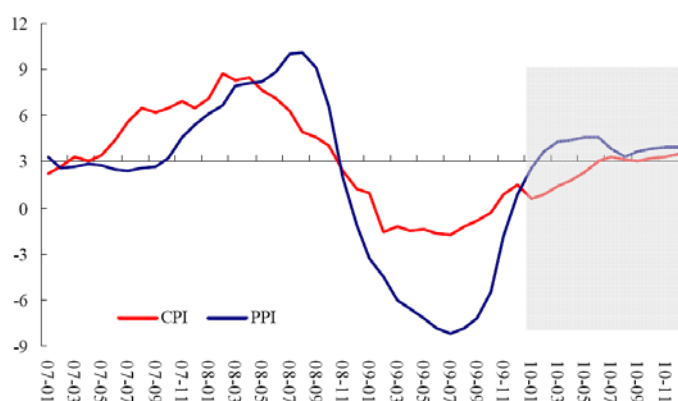


数据来源: 日信证券 Wind

物价指数大幅走高概率较小

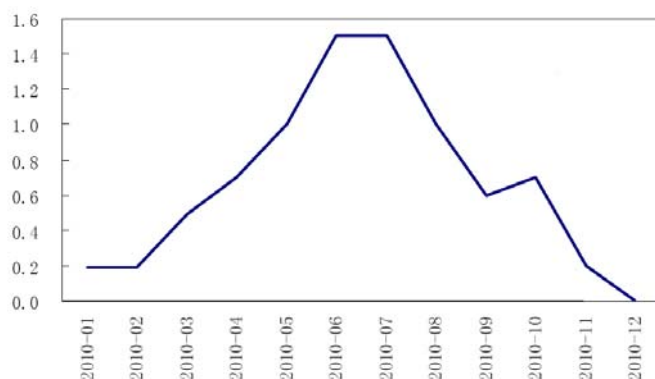
作为重要的滞后指标，09 年 11 月居民消费价格（CPI）如期转正，最后确立了经济进入复苏状态的趋势。09 年 11 月 CPI 同比上涨 0.6%，09 年 1-11 月份，CPI 仍然处于同比下降 0.9% 的状态。从历史经验上看，12 月是传统的消费旺季，且年内水电煤气等公共产品价格调整对物价指数的压力也会逐步体现，CPI 环比继续上涨的概率比较大。但在多数工业消费品供应过剩的情况下，CPI 大幅走高的可能性也不大。09 年 11 月生产资料价格 PPI 同比下降 2.1%，但环比上涨 0.6%，并且已经实现连续 8 个月环比上涨。在 PPI 环比累计上涨和翘尾因素逐步消失的情况下，PPI 在未来 1-2 个月由负转正的概率非常大。虽然经济体中并没有真正通胀出现，市场却会因为价格指数的逐步走高，更加关注来年经济运行过程中的通胀预期。

图表 31：2010 年物价走势预测（阴影部分为预测走势）



数据来源: 日信证券 Wind

图表 32：2010 年翘尾因素变化趋势



数据来源: 日信证券 Wind

在预期上, 中国经济复苏向上的过程必然伴随着物价指数的同步回归, CPI 指数转正已经率先宣告通缩局面的终结, 由于 09 年央行巨额货币信贷投放, 市场对 2010 年经济领域通胀走势变得十分敏感。不过我们对明年物价整体形势持相对谨慎乐观态度, 价格指数出现 08 年大幅上涨局面的可能性应该比较小。

按照经济增长与物价走势的一般理论解释: 如果经济增长速度处于潜在产出水平, 或者高于潜在产出水平, 则过剩货币供应量的增加将很快传导到终端消费, 转化为物价上涨; 但当经济增长处于潜在产出水平以下, 经济体还存在普遍的产能过剩时, 货币扩张转化为物价上涨的能力将在很大程度上被产能的释放过程削弱, 货币扩张更多体现为产出水平增加。我们统计了 1991 年以来 GDP 增速与 CPI 走势表现的对比关系, CPI 走势明显是 GDP 增速的滞后指标, 且当 GDP 增速大于 9.8% 左右水平时, 总会引起 CPI 的大幅上涨, 相反, CPI 指数表现相对平稳。

图表 33: 我国 GDP 增速与 CPI 走势对应关系 (季)



数据来源: 日信证券 Wind

中国人民大学郭庆旺教授曾在 2004 年估算, 中国经济的潜在增长率水平为 9.6% (《中国潜在产出与产出缺口的估算》, 《经济研究》, 2004 年第 5 期)。近年来, 更多理论研究倾向于认为, 中国平均的潜在产出增长率在 9.8% 左右。由于未来两年中国经济增长的实际水平将低于 9.6-9.8% 左右的潜在增长率, 因此, 货币扩张对通胀走势的压力会相对缓和, 明年国内 CPI、PPI 会有温和

上涨的过程，但走向严重通胀（CPI 增速 $>4.5\%$ ）的概率并不高。此外，从全球贸易的角度看，目前美国、欧洲、日本等国经济还没有走出通缩阴影，与之贸易关联关系紧密的中国也很难走出独立通胀走势。由于基数效应的影响，预计 2010 年物价走势有望在半年期左右达到高峰，此后环比回落，CPI 全年涨幅有望保持在 3% 以下的温和通胀水平，而 PPI 涨幅有望达到 4% 左右的水平。

值得注意的是，PPI 指数有望在 2010 年第一季度前后超越 CPI 涨幅，实现再次转换。工业品出厂价格以及原材料、燃料等价格上涨明显加快，将对下游制造业和消费品价格产生明显影响，如果部分领域供求形势不利，价格传导受阻，PPI 价格的上涨可能会对行业公司利润造成直接影响。这种情况曾在 2005 年前后有过体现。中下游制造业中，类似汽车、家电、机械设备制造等行业，存在通过技术进步、产业升级等方式消化成本上涨的压力。而上游钢铁、电力、煤炭、铁路运输等行业可能因为基础价格的上涨而有所受益。尤其在产业结构升级转型，淘汰落后“三高”产能的政策背景下，基础工业产品价格向上调整的预期比较强烈。

政策面：总量扩张到结构刺激

相对于 08 年末的经济状况，目前阶段经济环境与之前最大的不同点在于，经济增长速度保八基本没有悬念，来年维护经济增长速度的要求固然重要，但推动可持续发展与经济机构转型的要求更为迫切而必要。这在 08、09 年两年中央经济工作会议公报的文字对比中，已经能够得到体现。基于这种变化，2010 年宏观政策调控方面也会呈现新的变化特征，强力刺激经济的总量政策权重可能有所降低，政策调控中可能呈现更多结构性变化。

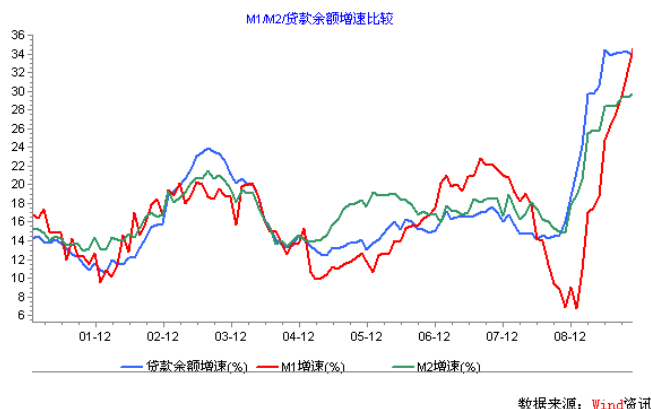
政策微调不改流动性充裕局面

09 年 10 月下旬的国务院常务会议曾提出，今年后几个月，要把正确处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理好通胀预期的关系作为宏观调控的重点。这是 09 年国务院常务会议首次将管理通胀预期与保增长、调结构相提并论。关于来年调控政策走向的不确定性开始在市场引起波动。从现实情况来看，虽然提出管理通胀预期，但目前中国并不存在通货膨胀。而预期 2010 年通胀预期也基本会维持在 3% 左右的低位，不会形成通胀大幅走高或恶性通胀局面，对积极财政政策和适度宽松货币政策实施的压力相对有限，也给保持宏观经济政策的连续性和稳定性提供了腾挪空间。

在 09 年的中央经济工作会议中，并没有提出货币信贷增速的明确目标，但政策调控目标也由“保增长”单一目标，转变为“保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期”的三维目标。应急式扩张政策退出，货币信贷增速下滑应是顺理成章之势。尤其当实体经济数据已经出现回暖特征之后，货币政策发力扩张已无必要，甚至可能对通胀走势、资产泡沫产生不利影响。

根据国家统计局公布数据，09 年 11 月份，货币供应量 M1、M2 增速继续升高，分别达到 34.63% 和 29.74%，双双突破十余年新高。并且，M1 超越 M2 的资金“活化”趋势进一步增强。而信贷增速为 33.79%，略低于前一月的 34.19%，新增贷款达到 2948 亿元，较 10 月份略有提高。按照历史经验，12 月信贷规模一般高于 11 月，预计 12 月份新增贷款规模将保持在 3000 亿元以上的高位水平，从而使得全年新增信贷规模达到创纪录的 9.5 万亿元左右。这样，广义货币 M2 增速将远远大于年初约 18% 的增长目标，新增信贷也大幅超越市场早前的预期。从放贷主体银行角度观察，大规模信贷投放使得银行资本充足率明显下降，部分城市商业银行甚至达不到监管指标要求，继续大幅放贷能力有限。

图表 34: 货币信贷扩张速度达到十余年新高

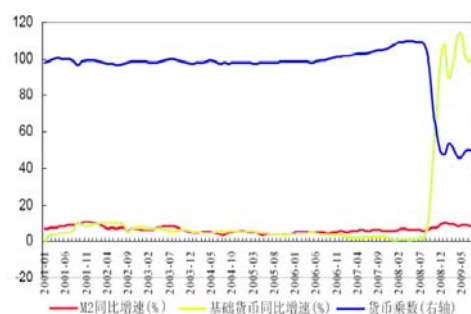


数据来源: 日信证券 Wind

2010 年货币信贷增速回落没有悬念, 关键在于经济体内流动性充裕局面会不会受到明显损害。从内外部环境来看, 2010 年流动性供应依然充分, 金融市场整体并不会面临流动性缺乏的困境。

在外围环境上, 应对金融危机的需求, 使得 08 年 3 季度以来各国央行采取了数十年不遇的最激进的货币扩张政策。以美国为例, 其基础货币扩张幅度达到一倍以上, 但经济不景气对货币流通速度的影响, 使得货币乘数明显下滑, 从正常年份的 9 倍左右滑落至目前不足 5 倍的水平。正负因素抵消, 1 倍以上的基础货币扩张带来了约 20% 的货币供应量 M2 增长。同时, 6 次下调利率也使得美元利率下滑至十余年最低水平。按照我们对美国经济的分析, 高失业率对消费和经济的压制作用, 将继续成为美国经济复苏的关键制约因素; 越发严重的财政、贸易双赤字, 也意味着弱势美元是美国监管当局最佳的现实选择。从这个意义上讲, 美国退出宽松货币政策, 从而全球货币紧缩的时代事实上仍然遥远!

图表 35: 美国基础货币扩张 1 倍以上

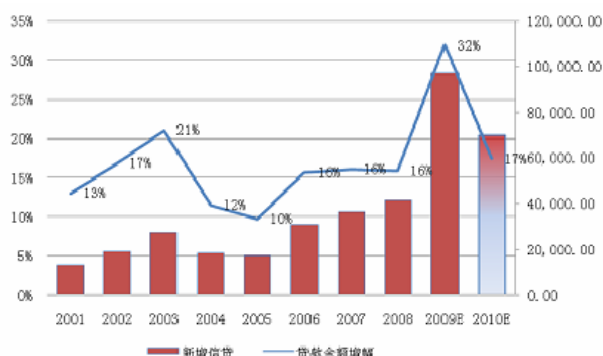


图表 36: 美元利率降至新低



从国内情况来看, 基于“经济回升基础还不牢固”的基本判断, 中央定调 2010 年仍将继续采取适度宽松的货币政策操作。这其实是应对国内外经济、金融市场变化的必要之举。不过, 市场预期 2010 年货币政策操作将有“过度宽松”真正回归“适度”, 新增贷款增幅有望从 09 年约 32% 的高位下滑至 17-18% 的水平。事实上, 在新增贷款增幅下滑的同时, 更应引起我们关注的是国内长期以来的货币超发现象, 以及由此累计的巨量基础货币。

图表 37: 2010 年新增信贷预期回落

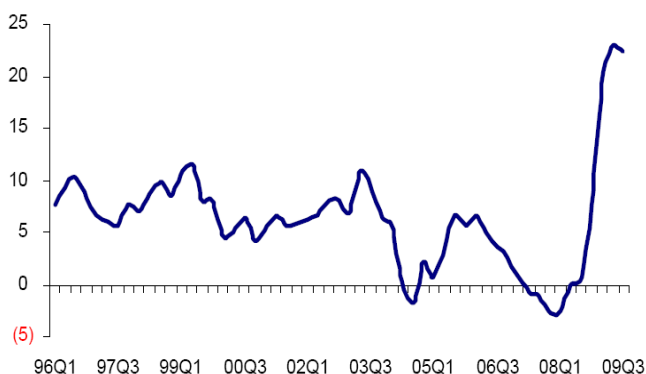


数据来源: 日信证券 Wind

按照货币学派的适度货币供应量理论, 适度的货币供应量 M2 增速应该与 GDP 增速与 CPI 价格指数之和保持一致, 否则, 就会出现货币超发 (或货币供给不足) 的状况, 为未来的通货膨胀 (或紧缩) 埋下伏笔。我们对 (M2-GDP-CPI) 增速对比数据作了简单统计, 如下, 可以看出, 08 年 3、4 季度的货币扩张明显超越了实体经济对适度货币供应量的需求, 尤其在 CPI 指数同比下滑等情形下, 超发货币幅度接近 25%。这一幅度明显超越了 00-03、04-05 年两轮经济周期阶段, 达到了十余年的最高峰。

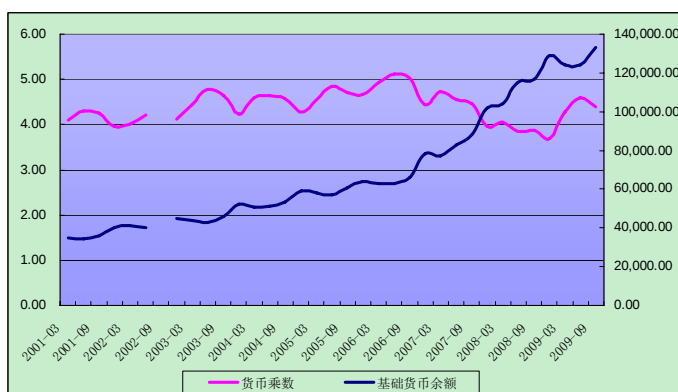
而从反映货币运行状况的基础货币和货币乘数两大指标来看, 目前我国基础货币余额达到新高, 但 08 年以来货币乘数有所下降, 从 06 年底高峰时期 5 倍左右的水平下滑到 09 年 3 季度的 4.39 倍。如果 2010 年经济活力恢复, 货币流通速度加快, 则货币乘数的扩张有望为经济体提供更多的货币供给。

图表 38: 我国超发货币再次进入高峰 (M2-GDP-CPI) %



数据来源: 日信证券 Wind

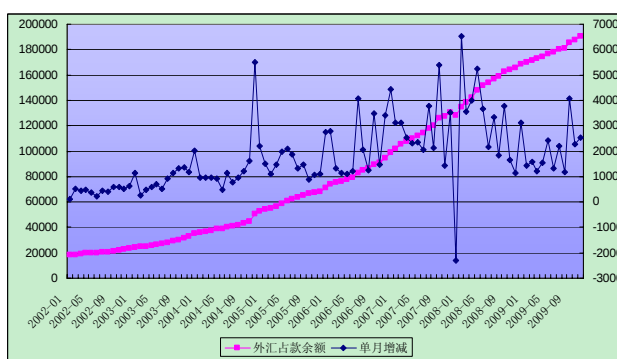
图表 39: 我国基础货币与货币乘数走势



数据来源: 日信证券 Wind

此外, 我们还不应该忽视国际热钱流入国内, 从而“胁迫”央行被动发行货币的可能性。央行公布的最新数据显示, 截至 09 年 11 月末, 我国金融机构外汇占款达 190203 亿元, 较上月末新增 2543 亿元, 达年内次高水平, 仅次于 9 月份的 4068 亿元。而根据有关部门发布的数据, 11 月份我国外贸顺差约 141 亿美元, 外商直接投资(FDI)约为 70 亿美元, 二者合计 211 亿美元, 与 2543 亿元(约 372 亿美元)的外汇占款相差 162 亿元, 这意味着 11 月份大量热钱开始流入我国。从全年来看, 09 年外汇占款总体也再度呈现稳中趋升的态势。9 月份新增 4068 亿元水平, 更是创下近 17 个月以来的新高, 但 10 月份外汇占款又环比下降四成, 为 2286 亿元。

图表 40: 我国外汇占款走向高位



数据来源: 日信证券 Wind

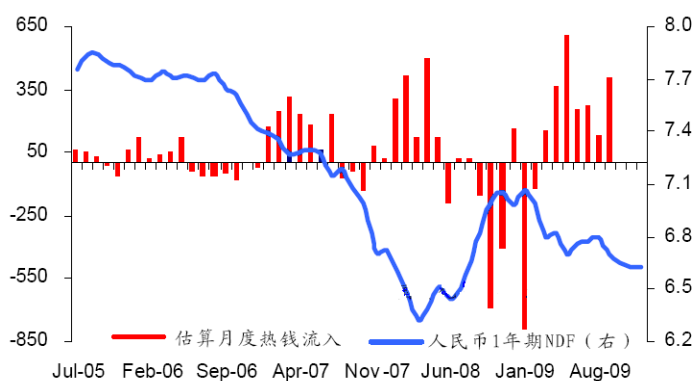
全球热钱流向主要受以下几个因素影响: 货币汇率变动预期、存款货币息差、经济体预期走势以及股市、楼市等资本品市场走势预期等。从目前的经济形势、汇率变动预期等几个方面因素考虑, 我们认为, 2010 年中国可能再次成为海外热钱集中流入的一个经济体, 中国经济相对于西方国家的增长优势毋庸置疑, 且目前市场普遍预期 2010 年人民币兑美元汇率约有 3%左右的升值幅度。而人民币与美元、欧元、日元的息差也进入近几年的高位水平。

如果外资流入再次形成重要趋势, 那么, 货币被动投放将继 07、08 年初之后, 再次成为基础货币发行的重要途径。央行无论通过提高存款准备金率还是加大央票发行力度, 其实质都是依靠控制国内商业银行信贷发放能力和信贷规模来实现对货币供应量的调整。但中央银行在调控国际资金流向以及由此带来的被动发行方面, 能够达到的效果非常有限。从统计数据结果来看, 2002 年以后外汇占款与货币供应量 M2 的比值趋势升高, 06、07 年峰值阶段两者比值超过 35%以上, 经过 08 年金融危机期间的回落, 目前再次出现上行趋势。

也就是说, 如果热钱流入局面延续, 2010 年的货币环境很难出现实质性的紧缩局面。“紧信贷”

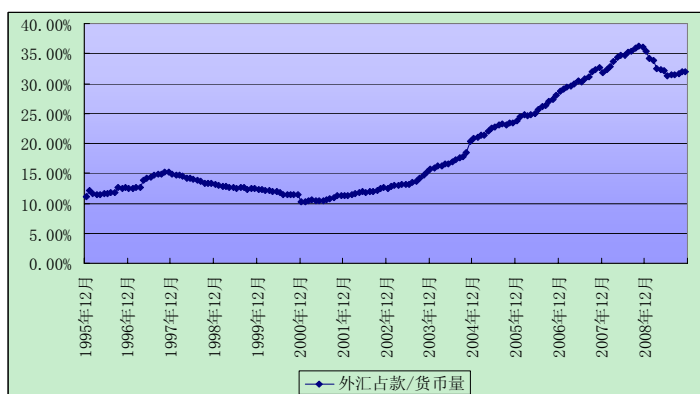
的同时，可能同时存在“宽货币”的结果。

图表 41：人民币升值预期与热钱流入规模



数据来源: 日信证券 Wind

图表 42：外汇占款与货币供应量比值关系



数据来源: 日信证券 Wind

值得注意的是，2010 年第一季度末第二季度初，可能是政策变动的敏感时期。一方面，“两会”结束，政府部门在规划落实 2010 年工作的同时，可能也要对前期工作进行总结修正。而另一方面，届时物价指数可能在基数效应和经济恢复增长的共同作用下，上冲到 2%-3% 左右的较高水平。而经济指标将继续复苏向上态势，加上外围经济体的复苏企稳，宏观政策出现调整的概率较大。

此外，以全年视角来看，还需关注全球货币扩张政策退出的步伐。目前，市场普遍预期这一事件可能发生在 3 季度初，不过政策变化还需要以实体经济表现为依据。如果美欧经济无法顺利企稳向上，我们认为这一过程可能还需延后 1-2 个季度。

结构调整特征将更加突出

在实体经济政策层面，给我们印象深刻的是十大行业振兴计划，以及四万亿投资计划支持下的“铁公基”高速增长。在 2010 年，我们预计经济政策还将呈现更加突出的结构性特征。在年末的中央经济工作会议、国务院常务会议和领导人讲话中，我们多次接触到关于经济结构转型和发展方式转变的信息。促进消费需求、鼓励民间投资、推动战略性新兴产业发展、积极应对气候变化等将

成为明年调整经济结构的着力点。体现在政策方向上，我们认为主要有以下三个方面。

首先，刺激消费政策将继续得到支持。11 月月末，政治局会议关于明年宏观政策的趋向，第一条就是要促进国内需求特别是消费需求持续增长，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。从预期上讲，相比高速增长的投资，2010 年的消费需求将被放到更加突出的位置。去年以来国家为了应对金融危机采取了一系列扩大内需政策，其中促进消费方面包括汽车、家电下乡和以旧换新，汽车燃油税调整等等。由于过去近一年的实践显示，这些措施对促进经济复苏回升起到了积极效果，从目前的情况来看，这些措施在明年延续的可能性很大，并且，力度还有可能进一步加强。

其次，工业领域突出落后产能淘汰和技术升级。在经济总量上，刺激消费增长是主要方向，而在工业生产内部，政策导向上则突出体现在淘汰落后产能，抑制“三高”产能增长，同时着力于产业内部的并购整合，技术升级，以及资源环保产品的研制开发。“新产品、新技术、新市场”将为 2010 年工业经济发展的主要方向，也会随着“十二五”规划的启动实施，进一步明晰起来。从这个意义上讲，低碳经济、新能源汽车、物联网、智能电网、环保材料等，将成为新一轮经济增长过程中的重要看点，也将获得市场长期持续关注。

图表 43：2009 年部分工业行业调控政策

日期	相关政策变动	主要内容
5 月	关于遏制钢铁行业产量过快增长的紧急通报	坚决遏制产量过快增长；主动调整品种结构；加快淘汰落后产能；严禁违规建设扩能项目；
14 日	快增长的紧急通报	加强技术改造和企业管理；规范钢材和进口铁矿石贸易秩序
6 月	专用汽车和挂车生产企业及产品准入管理规则	规范专用汽车和挂车生产企业及产品的准入管理，维护专用汽车和挂车产品市场竞争秩序，推动汽车产业结构调整和优化升级，促进企业技术进步
25 日	新能源汽车生产企业及产品准入管理规则	促进汽车产品技术进步，保护环境，节约能源，鼓励企业研究开发和生产新能源汽车
9 月	轻型汽车燃料消耗量标识管理规定	加强汽车节约节电
29 日	管理规定	
9 月	国务院批转抑制部分行业产能过剩若干意见的通知	严格市场准入；强化环境监管；依法依规供地用地；实行有保有控的金融政策；严格项目审批管理；做好企业兼并重组工作；建立信息发布制度；实行问责制；深化体制改革
30 日	发展改革委办公厅关于水泥、平板玻璃建设项目清理工作有关问题的通知	严格控制新增水泥产能，执行等量淘汰落后产能的原则，对不符合上述原则的项目严禁开工建设；严格控制新增平板玻璃产能，遵循调整结构、淘汰落后、市场导向、合理布局的原则，发展高档用途及深加工玻璃。
11 月	工信部印发《促进中部地区原材料工业结构调整和优化升级方案》	在 2010-2011 年内，有色金属、钢铁冶炼、建材、化工等行业兼并重组取得重大进展
18 日		
12 月		
25 日		

数据来源：日信证券整理

最后，区域化、差异化发展将继续深入推进。在应对此轮全球危机的措施中，我们注意到，管理层对于协调中国经济区域发展给与了前所未有的关注。2009 年，国务院先后批复了 9 个上升为国家战略的区域发展规划，批复的区域经济规划数量是过去四年的总和，出台速度前所未有。从珠三角、长三角、北部湾经济区、海西经济区、江苏沿海地区，到包括辽宁沿海区域和滨海新区在内的环渤海区域，再加上 09 年 12 月初获批的“黄三角高效生态经济区发展规划”，全国沿海区域化发展规划连成了一条清晰的线索。

不仅如此，2009 年获批的区域规划除了注重沿海布局外，还开始逐步开发沿边地区，并逐步形成从东部、南部向中部、西部、东北等地延伸的方向，意图将以往突出的外向型经济增长结构，转

变为依靠外需、内需共同发展的健康格局。

在政策导向上，我们认为有以下几个方面趋势值得我们在 2010 年继续关注：区域经济结合自身特点，在未来走向差异化发展道路的方向已经清晰。整体上，我们倾向于认为经济相对发达的东南沿海地区将以服务业的崛起为特征，走向产业升级和技术创新之路，注重生态效益和可持续发展；中部地区则要加快落后产能的淘汰，加快制造业并购整合道路，促进工业生产部门的技术升级，寻求先进制造业的突破；而落后偏远地区和西部地区，则会继续加大基础设施建设投入力度，尽快缩短与经济发达地区在基础环境、交通设施等方面的差距，为未来的经济起飞做准备。延续上述思路，我们预计在 2010 年里，有关区域振兴的相关规划或政策措施将继续出台，成为持续亮点之一。胡锦涛主席在 2009 年 11 月 24 日的讲话中强调，“加大结构调整力度，增强内需特别是消费需求对经济增长的拉动作用，特别是要采取有效措施加快推动中西部地区特别是边疆民族地区经济社会发展。”这应该成为预期中 2010 年经济政策调整的主要方向。例如，新疆、海南、西藏等地的经济刺激政策，仍然可以预期。

图表 44：2009 年区域规划相关政策一览

1 月 7 日	《珠江三角洲地区改革发展规划纲要(2008-2020)》发布
5 月 14 日	国务院发布《关于支持福建省加快海峡西岸经济区的若干意见》全文，促进海峡两岸区域经济协调发展。
6 月 10 日	国务院常务会议原则通过《江苏沿海地区发展规划》。8 月中旬，国家发改委正式印发规划。
6 月 25 日	国务院发布《关中-天水经济区发展规划》。该区域是西部大开发三大重点经济区之一。
7 月 1 日	国务院常务会议原则通过《辽宁沿海经济带发展规划》。
8 月 14 日	国务院批复《横琴总体发展规划》。该规划提出将横琴打造成带动珠三角、服务港澳、率先发展的粤港奥紧密合作示范区。
8 月 30 日	国务院批复《中国图们江区域合作开发规划纲要》。11 月 18 日，该规划正式对外发布。“长吉图开发开放先导区”成为国家批准实施的首个沿边开发开放区域。
9 月 23 日	国务院常务会议原则通过《促进中部地区崛起规划》。中部六省崛起从原来的“两个比照”（比照振兴东北老工业基地、比照西部大开发）进入独立、系统推进的新阶段。
12 月 2 日	国务院原则通过《黄河三角洲高效生态经济区发展规划》。黄三角将在“十一五”期间迎来 1.5 万亿元投资。

数据来源：日信证券整理

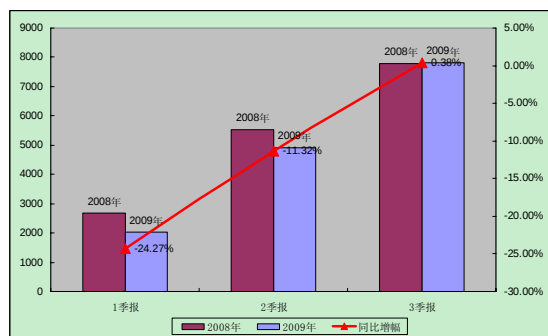
企业盈利：仍有惯性冲高动能

推动股价上涨的基本动力有两个，即盈利增长和估值驱动。从中长期角度看，决定股价的最重要因素是上市公司盈利能力变化。在 05 年开始的牛市中，盈利增长对推动股价上涨起到了决定性作用。2010 年上市公司盈利能力的变化也是考察市场趋势的重要因素之一。

从上市公司净利润情况来看，自 08 年三季度开始，上市公司利润经历了探底回升的过程。2009

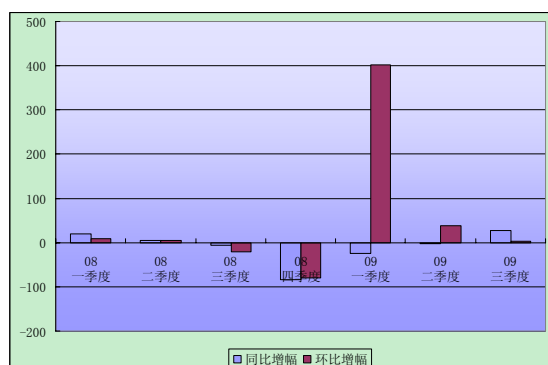
年前三季度，全部A股公司前实现净利润7820.48亿元，同比回升0.38%，较第一季度大幅下滑24.27%的数值已有巨大差距。从单季度环比指标来看，前三季度盈快速回升后，环比指标出现了快速滑落，目前已经从2季度环比增长402%下降到了3.17%的水平。从预期上讲，由于2010年1季度将面临09年基数较低的影响，上市公司利润继续回复增长的可能性很大。2010年下半年以后，基数下降对盈利增速的正面影响才会逐步减弱。在此之前，公司盈利数据仍有望继续保持增长态势。

图表 45：09 年上市公司净利润企稳回升



数据来源: 日信证券 Wind

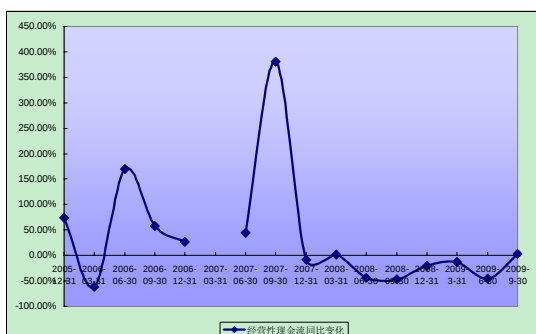
图表 46：单季度利润同比环比数据变化



数据来源: 日信证券 Wind

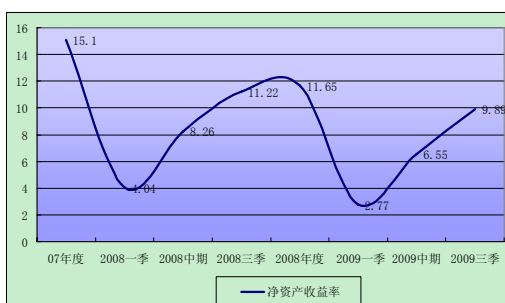
此外，企业盈利质量状况也有所改善。这主要表现在，上市公司经营性现金流经过前两季度的下滑后，开始企稳向上。与此同时，工业企业应收帐款指标开始逐步向下，表明企业在资金周转、回笼等方面遇到得困难得到缓解，企业经营性现金流回升对未来利润增长提供了良好的保障。不过，企业存货周转率指标并没有明显起色，部分制造企业存货周转率甚至达到新低，表明企业经营销售中仍然存在一定障碍。我们认为，制造业中的经营困难或许与国内特殊的加工工业模式有一定关系，这也再一次对制造业产业结构调整，技术升级提出了新的要求。

图表 47：上市公司经营性现金流好转



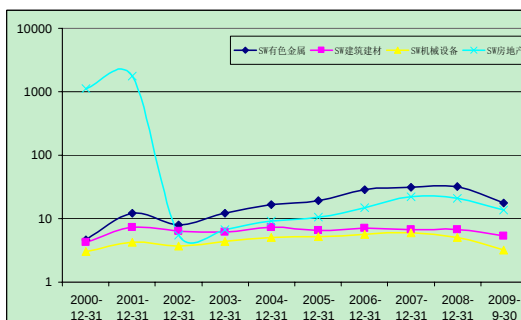
数据来源: 日信证券 Wind

图表 48: 上市公司净资产收益率开始回升



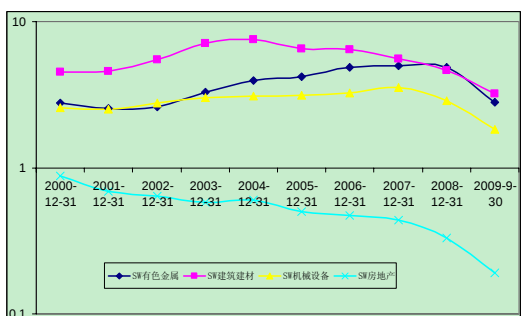
数据来源: 日信证券 Wind

图表 49: 工业企业 09 年应收帐款开始回落



数据来源: 日信证券 Wind

图表 50: 工业企业存货周转率还在下滑

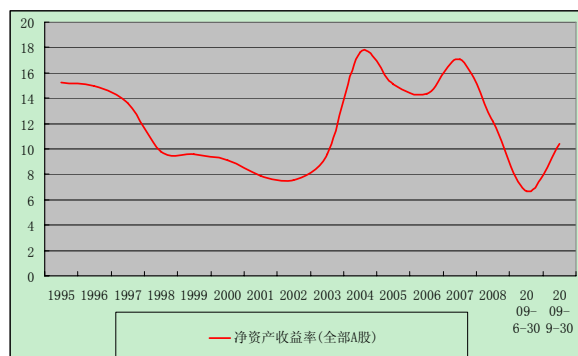


数据来源: 日信证券 Wind

经由政策刺激引领的经济企稳回升过程后，2009年市场实现近80%的涨幅，且估值水平恢复到了历史合理估值区间。而我们预计，2010年流动性释放将从高位回落，对估值扩张的刺激作用开始削弱，同时，经济层面也将进入扩张后期，上市公司盈利能力的变化趋势对股价变动方向有重要影响力，因为它决定了公司业绩的变动方向，继而能够决定市场的估值基础是否稳固。我们以上市公司净资产收益率（ROE）并以杜邦分析法来考察上市公司盈利能力变化趋势。

我们统计了1995年以来全部A股公司净资产收益率的变化情况。可以看出，2002年中国加入WTO经济见底回升之后，上市公司ROE迅速提高，并在2004年和2007年形成两个显著高点，2008年报数据显示，A股公司ROE水平下滑到12.19%的水平。2009年前三个季度统计结果显示，A股公司ROE经历了探底回升的变化过程。从上一年的12.19%下滑到2季度的6.7%，而伴随经济的回升，三季度ROE进一步提升至10.4%的水平。盈利能力对全年市场上涨起到了很好的支撑作用。

图表 51：09 年以来上市公司净资产收益率触底回升

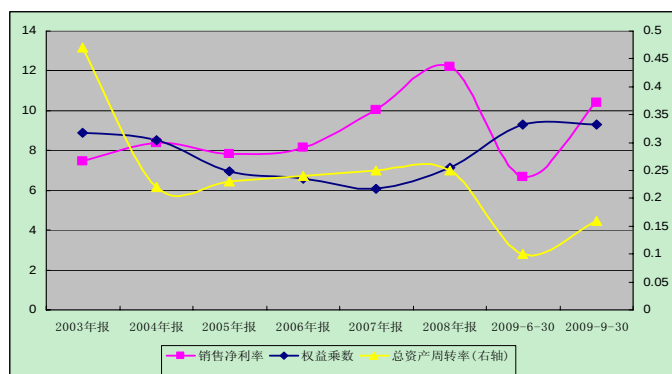


数据来源: 日信证券 Wind

我们以杜邦分析法进一步考察带动A股公司ROE水平上升的原因，并从趋势上判断其未来走向。按照杜邦分析法的基本原理，净资产收益率 (ROE) = 销售净利率 (NPM) × 资产周转率 (AU, 资产利用率) × 权益乘数 (EM)，我们统计了相关变量的变化趋势（如下图所示）。

可以看出，09年以来，权益乘数有了明显的提升，超过03年以来的水平，达到新高。权益乘数代表企业举债经营的能力。我们认为，权益乘数的提高与09年大规模信贷投放有密切关系，企业借贷成本降低，推高了权益乘数比值。按照我们此前的判断，2010年信贷环境不会达到09年的宽松程度，但信贷货币投放量仍会维持高位，这样，权益乘数可能有微幅调整，但下调幅度不大。尤其我们预计加息脚步并不会快速到来，这样企业融资成本仍会处于历史低位，对权益乘数形成支撑。

图表 52：杜邦分析法对 ROE 的预测



数据来源: 日信证券 Wind

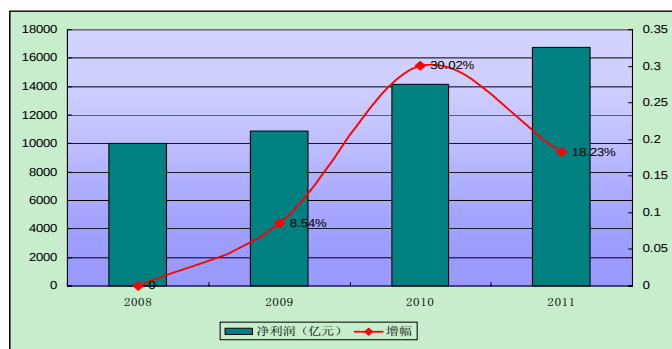
销售净利率和总资产周转率都经历了先跌后涨的过程,这与宏观经济运行的背景是一致的。如果我们设定2010年经济延续复苏增长的宏观背景,企业经营销售状况将因景气度提升而继续好转。在统计结果上看,09年3季度A股公司总资产周转率已经达到了历史低位,与存货周转不景气形成对应关系。如果经济复苏延伸至实体层面,总资产周转率应当有回升至历史平均水平的趋势,这可能成为带动未来ROE提升的一个重要力量。不过,我们也应继续关注产业结构调整方面的信息。

上市公司销售利润率是值得关注的角度。近几年上市公司盈利能力提升的一个重要原因是费用控制,劳动法实施后,企业生产成本中的刚性特征开始显现出来。尤其在收入增速下滑的情况下,成本费用的刚性特征将对利润率表现出更大的影响力。另一方面,近年年来生产资料价格巨幅波动,对企业盈利也构成了直接影响。09年销售利润率先抑后扬走势与销售收入下滑和生产资料价格变化的影响密不可分。从预期上看,低利率环境仍会使得财务费用在2010年主要时间里保持低位,但大宗商品价格反弹和企业存货周转不利,又对销售利润率构成障碍。不过,在可预见的1-2个季度时间里,复苏仍是主导经济活动的主要趋势,销售收入增加和存货周转加快应该是大概率事件,上市公司ROE水平又进一步冲高的动力。但应关注2010年中后期大宗商品价格变化以及货币政策发生变动的可能性及调整幅度。

总体上,09年大幅回调后,上市公司ROE水平有望伴随经济走势缓慢回升,尤其在经济环境、政策调控相对平稳的前2个季度,ROE稳健向上的态势应该能够得到保持。但应对三季度以后的市场变动有所警惕。

按照当前市场的一致预期,09年上市公司净利润有望实现8.54%的增长,而2010年增长预期达到30.02%。既反映了市场预期经济复苏会延续至上市公司盈利层面的态势,也表明当前市场观点进入相对乐观状态。

图表 53: 2009-2011年预期盈利水平变化



数据来源: 日信证券 Wind

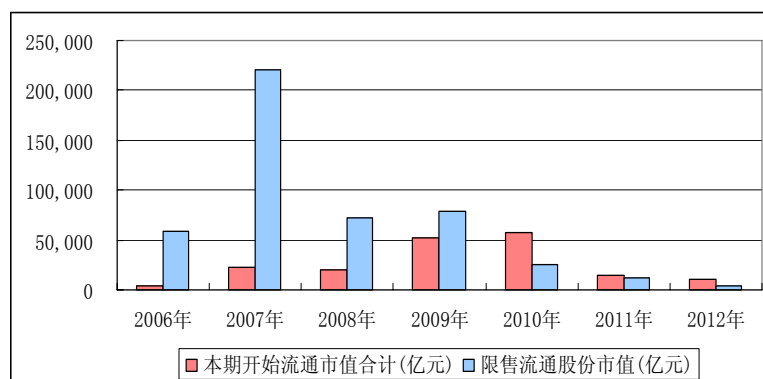
流动性：扩容节奏决定盈缺结果

在全球范围内的经济完全走强之前，流动性仍是决定市场中长期走势的关键因素之一，也是2010年决定A股演绎方向的敏感因素。

2010年，若不考虑红筹股回归与国际板开启，在限售股解禁后不会遭到超常规减持的情况下，A股市场的流动性仍相对宽裕。2010年新股发行、限售股解禁减持、上市公司再融资、企业债，累计需求资金量在1.82万亿-2.02万亿元左右，如果考虑到红筹股回归，那么总的资金需求量在2.53万亿-3.47万亿元。在资金供应角度，居民储蓄存款、新增人民币贷款、境外热钱流入以及除基金外的机构投资者（保险、信托、社保、券商自营、券商理财、非金融类上市公司、财务公司、企业年金等）共计可提供流动性约3.03万亿-3.23万亿。2010年A股市场的资金面仍难言宽裕，处于一个相对平衡状态。其中，2010年市场基本进入全流通状态，流通市值大幅增加，以及红筹股、国际板发行的不确定性，这两大因素将成为市场最大的压力来源。不过，人民币升值带来的热钱流入预期，将成为资金供应的保障因素。

统计数据显示，沪深两市限售股解禁的高峰期在2009年以及2010年，两年限售股解禁数额在5.24万亿元和5.75万亿元，2010年之后A股市场限售流通股数量降低至2.6万亿元，占A股总市值的10%左右。其中，2009年解禁的限售股数量占A股总市值的23.81%，而2010年解禁的限售股总量占A股总市值的25.33%，创A股市场的解禁之最。我们对2009年A股限售股解禁后的减持情况进行统计，减持比例在1.97%。为了更有普遍性，我们对自2007年1月份以来的限售股解禁与减持情况进行统计，2007-2009年三年解禁限售股总市值为9.43万亿元，解禁后的减持市值1907亿元，减持比例为2.01%。若按照2%的减持比例测算，2010年限售股解禁减持涉及市值约1150亿元。

图表 54：限售股解禁阶段统计



数据来源：日信证券 wind

在2010年的解禁高峰中，解禁总股份数超过20亿股的公司继续集中在大型央企之上，如下表示。从流动市值占比中我们发现，解禁后上述公司流通市值占比大幅提升，几乎实现了全流通。最为典型的是中国石油，解禁前流通市值占比为2.19%，解禁后流通市值占比达到88.47%，而中信银行流通市值比例由5.9%，提高至68.23%；中国人寿由5.31%，提高至73.67%；中国神华由9.05%，提高至82.91%。

图表 55：2010年限售股解禁数量排名

简称	解禁日期	解禁数量(万股)	解禁前流通市值占比	解禁后流通市值占比
中国石油	2010-11-5	15,792,207.78	2.19	88.47

中信银行	2010-4-28	2,432,960.89	5.90	68.23
中国人寿	2010-1-11	1,932,353.00	5.31	73.67
中国神华	2010-10-11	1,469,103.80	9.05	82.91
中国中铁	2010-12-3	1,241,751.00	21.95	80.25
交通银行	2010-5-17	997,498.26	32.56	52.92
中海集运	2010-12-13	559,550.00	20.00	67.89
中国远洋	2010-12-20	541,914.06	21.17	74.22
中国太保	2010-12-27	501,234.70	31.64	90.73
武钢股份	2010-12-31	470,280.00	40.00	100.00
京东方A	2010-6-10	375,000.00	26.17	71.44
包钢股份	2010-9-20	370,299.15	42.35	100.00
海通证券	2010-11-8	346,195.85	57.92	100.00
南方航空	2010-6-18	330,000.00	18.74	59.97
兖州煤业	2010-4-1	260,000.00	7.32	60.18
中海油服	2010-9-28	246,046.80	11.12	65.86
北京银行	2010-9-20	227,203.28	63.51	100.00
柳钢股份	2010-3-1	215,275.32	16.00	100.00

数据来源：日信证券 wind

图表 56：部分限售股解禁市值占总市值超过70%的公司

简称	解禁日期	解禁数量(万股)	解禁市值占比
中国石油	2010-11-5	15792208	86.29
柳钢股份	2010-3-1	215275.3	84.00
太平洋	2010-12-29	123752.5	82.32
露天煤业	2010-4-19	86790.92	78.50
正和股份	2010-11-5	73105.28	77.89
新钢股份	2010-11-2	107318.9	77.02
拓日新能	2010-3-1	21600	75.00
嘉应制药	2010-12-20	6150	75.00
实益达	2010-6-14	19500	74.96
万力达	2010-11-15	6232.2	74.80
北斗星通	2010-8-13	6800	74.77
山下湖	2010-9-27	7500	74.63
芭田股份	2010-9-20	22680	74.47
新民科技	2010-4-19	13572.22	74.26
沃尔核材	2010-4-20	12105	74.24

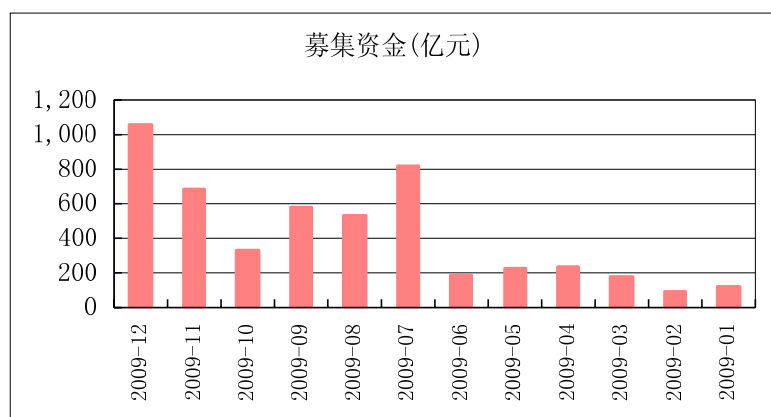
数据来源：日信证券 wind

新股发行、上市公司再融资以及企业债发行成为2010年吸纳流动性的又一重要渠道，而红筹股回归2010年能否顺利推进仍未可知。根据wind统计，截至12月24日，2009年的前六个月月均融资额

在172亿元，而7-12月份月均融资额在666亿元。如果按照2009年7-12月份的融资速度测算，2010年A股市场通过IPO、增发和配股方式，潜在融资额在8000亿元左右。不过，2009年有中国中冶、中国建筑、中船重工和中国铁建等大股票发行，市场具有一定特殊性。

根据我们对2009年底已过会未发行以及未过会公司的统计，上述公司的潜在融资额在1800亿左右，再加上一些尚未过会和准备上市的公司，我们初步估计2010年，IPO的融资额在6000-8000亿元。而目前已经通过证监会或董事会增发预案的公司约300家，预计募集在近在5000亿左右。通过两方面的预测，我们初步估算，2010年IPO和再融资资金需求在1.1万亿-1.3万亿元之间。

图表 57：2009年新股发行和再融资募集资金数额（月度）



数据来源：日信证券 Wind

企业债：根据wind统计，2009年共有191家上市公司通过发行企业债融资5947.26亿元。根据我们对沪深两市拟通过发行企业债融资的企业进行统计发现，2010年企业债的融资规模将在6000亿元以上。

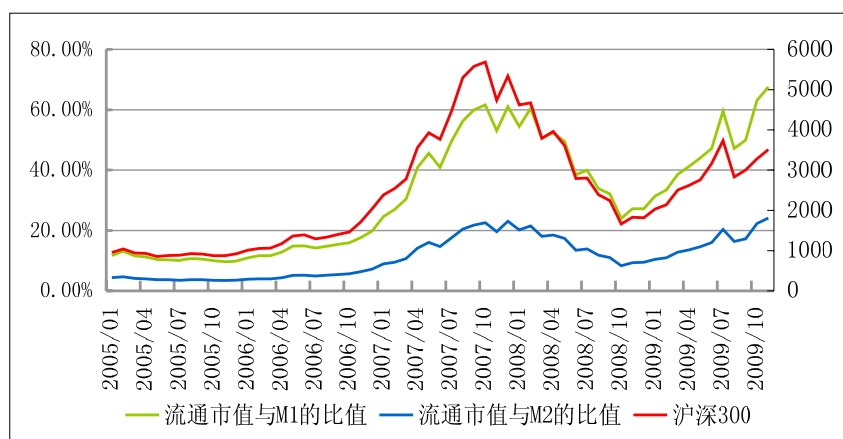
红筹股回归：有关红筹股回归的传言自2007年就已经开始，有一种说法是，回归第一批仅有5家公司：中国移动、中海油、联想集团、中信泰富、中国海外；亦有说法为首批9家公司。由于至今未见红筹股回归的任何进展，事实上，红筹回归仍停留在“传说”阶段，2010能否顺利推进仍未可知。

而股票市场的流动性供应，在很大程度上取决于其自身的吸引力，是一个动态的过程。如果行情火爆，赚钱效应会吸引更多资金进场，会呈现出净流入状态；相反，如果行情清淡，资金会呈现出净流出状态。此外，我们通过A股流通市值与M1的比值观察资金流向市场的潜力。如果流通市值与M1的比值较小，说明可持续流入的资金潜力较大，反之较小。

通过对2005年1月至2009年11月以来的A股流通市值与M1的比值情况进行统计，并对比沪深300的走势，发现在沪深300强势攀升的阶段，流通市值与M1的比值较大，说明股市的吸引力较强，储蓄资金不断流向股市。

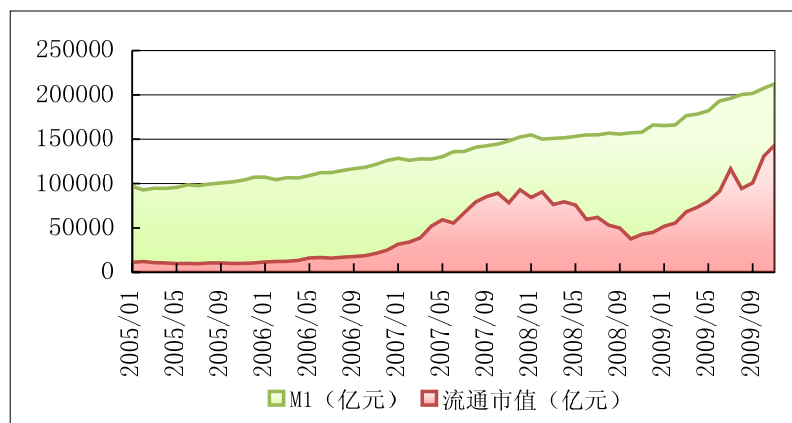
在2005年1月至2009年11月近5年的时间里，流通市值与M1的比值在2007年10月形成第一个峰值，为61.63%。但在2009年11月，这一数值进一步提升至67.54%的水平，达到历史新高。数据统计结果表明，随着流通市值的不断扩张，资金对股票市场流通市值的助推力量有所削弱，相对地，股票市场估值水平继续提升的空间有限。

图表 58：A股流通市值与M1、M2比值和沪深300走势叠合图



数据来源：日信证券 wind

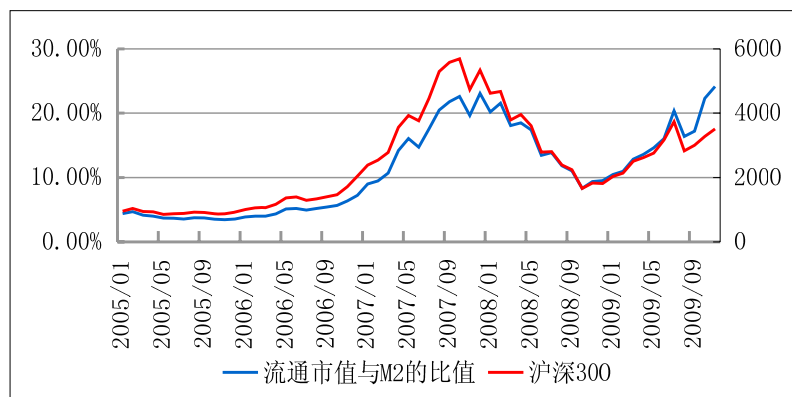
图表 59：M1与A股流通市值叠合图



数据来源：日信证券 wind

此外，通过统计M2来预估未来资金流向潜力，通过对2005年1月至2009年11月的数据进行统计分析，我们发现当前A股流通市值与M2的比值在24.14%，明显高于2007年10月份的峰值22.61%。

图表 60：A股流通市值与M2比值与沪深300走势叠合图

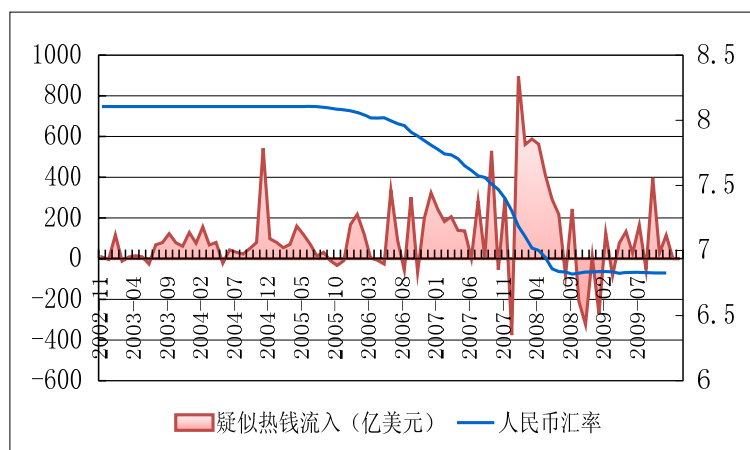


数据来源：日信证券 wind

从外围市场环境来看，自2006年6月份以来，人民币进入升值通道，境外热钱出于对人民币升

值的强烈预期以及对中国经济前景的看好，纷纷流入中国境内。2009年4月份以来，随着国内经济持续好转，股市与楼市双双攀升，人民币升值预期增强，境外热钱再度将目光投向中国境内。根据wind统计，2009年4-11月，境外热钱累计流入887亿美元，月均流入约110.90亿美元，折合人民币月均量为756亿元人民币。

图表 61：境外热钱流入与人民币汇率



数据来源：wind 日信证券

根据央行近期的言论，考虑到国内出口状况仍未完全恢复，2010年上半年中国加息的可能性不大，人民币汇率仍将维持区间窄幅波动态势。2010年下半年人民币有望持续小幅升值，结合2006年以来的热钱动向以及规律，我们对2010年的热钱流向持相对中性的态度，流入速度较2009年要快些，估计月均流入量在150亿美元左右，累计年度流入量在1800亿美元，折合人民币约1.2万亿元，初步2010年潜在流入股市的资金量在4800亿元左右。

在剩余的3.45%的份额中，有1%为保险资金、信托、社保、QFII、券商自营、非金融类上市公司占比在2.2%以上，平均在0.45%左右。通过对2007年至2009年近三年的规模增长情况进行测算，保险、信托、社保、券商自营、券商理财、非金融类上市公司、财务公司、企业年金等总的成长规模按照10%进行测算，2010年新增流动性约2600亿元。

总体来看，2010年A股市场，新股发行、限售股解禁减持、上市公司再融资、企业债，累计需求资金量在1.82万亿-2.021万亿元左右，如果考虑到红筹股回归，那么资金需求量在2.53万亿-3.47万亿元。在资金供应角度，居民储蓄存款、新增人民币贷款、境外热钱流入以及除基金外的机构投资者（保险、信托、社保、券商自营、券商理财、非金融类上市公司、财务公司、企业年金等）共计可提供流动性约3.03万亿-3.23万亿。如果不考虑红筹股回归，2010年A股市场的流动性将处于相对平衡状态。但随着流通市值的扩张，社会资金推动市场规模和估值水平继续升高的潜力也相对有限，这是投资中不应忽视的关键因素之一。

市场判断与策略选择：从“业绩浪”到“经济转型”

历史上，股灾之后第一年证券市场都有大幅上涨，但第二年一般表现为震荡走势。刺激政策退出的时点与节奏，成为全球监管部门的难点，也构成金融市场巨大的不确定因素。国内政策调控目标从单纯“保增长”走向“多元化”，经济结构与增长驱动力的转变，很可能会以GDP增速下降为

代价。过度宽松的货币环境将真正回归“适度”，流动性对市场估值的提升作用逐步下滑，走向全流通过程的市场还将承受不可预知的扩容压力。总体上，我们预期2010年行情能够达到的合理收益水平应当低于2009年。

经济层面、市场供求层面都存在一定不确定因素，因此我们预期2010年行情能够达到的合理潜在收益水平应当低于2009年。并且，在目前近40%个股突破历史新高之后，获取利润的难度也在进一步加大。不过，充裕流动性依旧是行情维持活跃的重要保障，如果国内外实体经济走势反复，促使各国央行加大货币投放力度，不排除资本资产泡沫被进一步吹大的可能性。但整体上我们认为，单边上涨行情很难出现，2010年行情将表现出更大的波动特征，捕捉大幅波动中的区间机会，以及自下而上的行业景气、盈利回升和主题投资，将成为获取超额收益的关键。

目前市场全部A股市盈率为26.48倍，沪深300指数为23.66倍。按照历史统计，仍然处于合理估值区间的中游水平，估值水平基本合理，但继续向上的空间也并不十分明显。按照市场预期2010年约22.8%的盈利增速计算，市场动态估值下降至19.39倍。相较主流券商预期的2010年盈利增长约28-30%的情况来看，市场对明年上市公司业绩增长的预期相对比较谨慎。我们认为，这在一定程度上表明，随着证券市场规模化和国际化的进程逐步推进，市场估值水平面临持续向下修正的预期。虽然经济增长可能为市场带来约30%的上涨空间，但估值向下修正对市场的压制作用也不容忽视。

图表 62：当前市场估值状况

板块名称	市盈率(TTM, 整体法)剔除 负值	预测市盈率 (整体法) 2009 剔除负值	预测市盈率 (整体法) 2010 剔除负值	市净率(整体法) (MRQ) 剔除负值
全部 A 股	26.48	23.81	19.39	3.57
沪深 300	23.66	21.62	17.79	3.34
上证 A 股	24.2	21.99	18.18	3.34

数据来源: 日信证券 Wind

如果市场乐观情绪使得2010年市场预期市盈率达到23倍水平，则沪深300指数可望出现29%的上涨幅度达到约4600点水平。相对应，沪综指最高点位可达4117点，上涨空间26.5%。如果市场情绪转入悲观，估值水平与外围市场接轨，2010年动态市盈率将至16倍，则沪深300指数可能下跌12.6%，达到3176点。对应沪综指下跌13.64%，达到2810点。但整体上，市场再现单边趋势特征的可能性较小，因此，2010年投资获利的关键在于捕捉大幅波动中的区间机会，以及基于政策推动的行业景气、盈利回升和主题投资。

在2010年前2个季度，经济仍有继续惯性上冲的较大潜力，而物价走势对政策调控压力不大，经济环境形成“高增长、低通胀”格局。其后可能出现原有增长动力（投资）衰退，而新增动力（消费、出口）无法有力补充的局面，因此，经济运行过程很可能呈现明显的前高后低格局。与此同时，经济趋活后的资金活化趋势，会不断施加强对商品价格和薄弱生产环节的压力，通胀预期进一步加强，也就是说，“高增长、低通胀”与政策稳定的有利环境，可能维持的时间大约在前两个季度，市场主要变化与获利机会可能也将在此期间产生。下半年，随着经济复苏动力减弱，通胀预期增强，政策动态调整的力度进一步加大，可能会对行情产生明显不利影响，市场震荡波动特征将明显加大。全年来看，新股发行扩容节奏也可能造成行情短期供求失衡，成为市场运行的又一扰动因素。而第四季度以后，外围经济体可能结束调整走势走向复苏，后续政策调控方向基本明朗，后续经济增长方式转变预期基本确定，市场有望重新确立热点主线。

以全年视角来看，我们对主要变动因素和投资策略选择，做出以下三个方面的预期：

从 2009 年第四季度到 2010 年第一季度，A 股市场有望迎来较好的投资窗口。一方面，经济复苏态势进一步明朗，国内上市公司盈利能力加速提升；另一方面，全球实际通胀水平仍处低位，主要国家央行尚有足够空间时间观察经济复苏和通胀走势，宽松货币政策不会在此期间发生明显变化。国内政策维持稳定也十分必要，09 年前三季度经济增长主要依靠投资拉动，随着新年里投资边际效用逐渐递减，经济向上势头能否延续存在一定不确定性，货币政策不会贸然转向。此外，中国外贸复苏的基础也不稳固，如果央行先于美联储上调利率，必然加大人民币升值压力，不利于出口部门恢复。业绩预期与政策变动两者叠加，有利于 A 股市场“业绩浪”的孕育形成。综合考虑业绩因素与市场估值表现，将带来稳定的获利机会，银行、保险、券商、家电、品牌消费、汽车类个股，可能维持强势。同时，经济复苏背景下盈利出现拐点，且当前估值低于历史平均水平的行业更加值得关注。业绩出现拐点的行业包括，化工、化肥、化纤、电力、纺织服装、建材、航运等。

从中期来看，经济复苏趋势将伴随着行业利润从中游向上游的转移过程，配置思路也需要相应有所上移。从经济复苏的过程对应的行业利润变化特征来看，在经济复苏初期，中下游制造业能够享受来自成本、销售两方面的益处，利润快速增长：带动经济复苏向上的增量需求，将首先消化上一轮制造业下滑的库存存货，表现出“去库存”特征。而此时需求扩张还没有实现向上游的传导，中下游制造业仍然能够享受低廉的制造成本，率先从复苏中获益。2009 年中，汽车、家电等明星行业的复苏明显属于此类。

进一步地，随着经济复苏趋势的延伸，中下游制造业产能恢复，行业竞争加剧，行业利润将出现向上游制造业聚集的趋势。一方面，中下游制造业产能恢复带来的需求，将直接导致工业生产原材料价格的上涨，低成本生产过程结束；而在下游销售方面，行业竞争加剧也会直接削弱产品毛利率表现空间（不考虑技术升级因素）。

在中期视角上，明年经济领域的重要变化是，生产资料价格 PPI 走势会在 1 季度末前后超越 CPI 指数走势，这种变化直接对应着行业利润从中游向上游的转移趋势，并形成对上游制造业的股价推动触发点。钢铁、煤炭、电力、石油炼化、建材、工程机械等上游制造业，将在这个过程中获得市场表现机会。

2010 年全年的中长线机会，则在于内需消费，以及代表新经济增长点、产业升级的新兴战略行业。2010 年是“十一五”规划实施的最后一年，也是制订“十二五”规划的调研、筹备年。应急式刺激计划退出，再次将中国经济的可持续发展、转型和结构升级问题摆到了桌面上。在政策导向上，刺激内需消费政策还会继续，配套社会保障、医疗服务政策还有进一步加力的可能性。受益于国家刺激内需，启动消费政策的行业，家电、汽车（尤其配件）、食品饮料（定价权是关键）、商业贸易、旅游酒店等，将继续稳健表现。推进医疗保障、加快新农村建设带动的医药公司，以及相对估值偏低的金融、地产公司，具有中线机会。

此外，战略新兴行业可能在 2010 年上演更加抢眼的强势表现，并有可能成为本轮牛市周期中孕育黑龙的摇篮。在“十一五”的最后一年，既定经济目标完成的情况下，推动节能环保、产业升级的可持续发展战略有望在 2010 年真正付诸实践。2009 年 11 月 25 日国务院常务会议指出，到 2020 年我国单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 40%-45%，作为约束性指标纳入国民经济和社会发展中长期规划。会议还决定，通过大力发展可再生能源、积极推进核电建设等行动，到 2020 年我国非化石能源占一次能源消费的比重达到 15%左右。此次国务院常务会议的相关信息需要密切关注，这很可能成为“十二五”规划的经济发展目标之一，被写入新的五年规划。从思路上看，能

源端的清洁能源、新能源将继续获得政策支持，而下游运输、消耗方面则会带来智能电网、工业设备制造节能、新能源汽车、低碳运输等重要行业的长期机会，新兴战略性行业，如物联网、信息技术、创新产业，也有可能蕴藏重大投资机会。

从 2009 年 7 月调整之后，市场中自下而上的个股选择和主题投资，已经成为获取超额收益的关键因素。在整个 2010 年，我们认为这种趋势仍将延续，政策调控经济措施也不会减少，外部因素变化刺激的主题投资、个性化投资也有众多投资机会。

1、区域振兴的区域性投资机会。在经济整体恢复增长之后，预计 2010 年经济政策将呈现更加突出的结构性特征，针对不同经济体的差别政策将更加清晰化，区域内投资机会不可忽视。我们相对看好，新疆、海南，以及上海本地股的投资机会。

新疆拥有非常显著的自然资源禀赋优势，未来中央政府对新疆经济发展的政策倾斜力度可能超出市场预期。2009 年 11 月，是中国实施西部大开发战略十周年，11 月 5 日，由国务院组团约 400 人赴新疆全面调研，调研结束后形成报告上报国务院。国务院将于 2010 年 3 月召开“新疆经济发展专向会议”。推动基础设施建设、加大传统能源资源开发力度，培育新兴战略产业试点，都可能给相关公司带来明显投资机会。

虽然国家意见尚未批复，但海南建设国际旅游岛的工作已经在紧锣密鼓地进行之中。早在 2008 年，海南省政府提出了《海南国际旅游岛建设行动计划》，计划在三亚、海口、琼海和万宁四地设立四个免税商店。按照业内普遍预期，免关税、免签证、放航权被认为是国际旅游岛规划的最大期待亮点，但海南最终目标是要形成自由贸易区。相关措施出台，可能会给海南的地产、餐饮、酒店、交运、旅游、商贸、娱乐服务等相关产业带来较大发展机遇。

上海本地股在 2010 年也将面临密集的消息面刺激。世博会召开、迪斯尼项目开发建设、两个中心建设的铺开、上海国资整合等等，都会对上海本地股产生刺激作用。相关金融、地产、交通物流、餐饮旅游、酒店、公交运输、百货零售等公司，会有频繁热点涌现。

2、资产增值与通胀预期线索下的主题投资，不能放弃。虽然政策变数增多，但国际国内金融市场的核心问题仍是弱势美元主导下的流动性泛滥。如果货币紧缩预期届时无法兑现，实体经济对资金的吸纳程度不够充分，资源能源等投资品将继续成为资金流入的方向，金融、地产、煤炭、有色、黄金股，依然存在波动中的表现机会。

3、并购重组主题：央企资产注入整体上市的进程并没有结束。经济调整周期进入底部，企稳向上的重要标志之一是并购重组再度活跃。

2010 年而十大金股：

十大价值股：中国石化、中国联通、中信证券、中兴通讯、三九医药、南京银行、西山煤电、上海汽车、东方电气、五粮液。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为日信证券研究部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。