

欧元危机或令政策退出时间推迟

——2010 年第 8 周策略报告



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

穆启国
021-5010 6020 muqg@lhqz.com

宋曦
0755-8249 2009 songxi@lhqz.com

冶小梅
0755-8249 3609 yexm@lhqz.com

荀玉根
xunyg@lhqz.com

冯伟
feiwei@lhqz.com

刘国宏
liugh@lhqz.com

朱俊春
zhujc@lhqz.com

戴爽
daishuang@lhqz.com

刘湘宁
liuxn@lhqz.com

市场判断：短期震荡，上行趋势未变

希腊等欧洲主权危机推迟全球宽松货币退出时间，美国经济数据的反复会促使资金向新兴市场流动。希腊危机对全球经济增长影响较小，但会阻碍各国央行加息步伐。而近期美国和欧洲经济数据一波三折，全球增长动力更多的来自于新兴市场。近期汇率市场变化说明，虽然美元相对于欧元升值，但是对于亚洲货币贬值趋势明显，全球资金的流向仍将偏向高速增长的新兴市场。

预计 2 月 CPI 同比增长 2%，加息压力不大。据商务部监测，含春节假期的 2 月 15 日至 21 日当周全国商品市场总体运行平稳，36 个大中城市重点监测的食用农产品市场价格比前一周上涨 0.4%，而农业部农产品批发价格显示，节后农产品价格已经出现回落。食品在 CPI 中占比 33%，是推动 CPI 上涨的主要因素，节后食品价格回落，通胀环比上升压力实际上逐步减弱，短期内通胀水平仍不会促发加息。2010 年 2 月份全国制造业采购经理指数 (PMI) 为 52.0%，低于市场预期 2 月 PMI 值为 55.45，也低于 1 月的 55.8，由于 1 月 PMI 是八个月上升以来首次下降，加上春节因素，2 月份再次下降对市场冲击递减。

上周市场对于房地产公司再融资重启给出了较为乐观的反应，预计两会期间政策以稳定为主，我们认为 A 股市场近期仍将震荡上行。

投资主线：聚焦“调结构”

投资主线是长期结构转变与景气周期变化力量之间的相对权衡。从长期结构来看，人口红利高峰渐渐回落、去杠杆式全球经济复苏，以及国内调结构政策使得资本品在经济占比中将逐步下降，而消费和科技在经济占比中地位逐步上升；从周期性来看，经济进入扩张期，中游制造后端的工业、交运及等周期行业的景气逐步回升。

2010 年政府工作重心“加速推进经济结构”。产业政策将“有保有压”，区域政策将强调区域平衡。加快收入分配制度改革将使政府收入占比逐步下降，企业和居民收入占比逐步增加。收入增长利于消费的提升，另外在劳动力等生产要素价格上升的情况下，企业为了提高利润率而将增加技术支出。

历史回顾 2000 年来“两会”前后各行业超越大盘的概率，会前一周较高的是餐饮旅游、化工，两会期间较高的是化工、餐饮旅游，会后一周较高的是化工、轻工制造，会后一个月较高的是化工、交通运输。

主题投资：关中天水、新疆

在国家即将出台“西部大开发新十年规划”之际，“西咸一体化”战略的推进标志着略显沉寂的关天经济区正在酝酿崛起的动力。

新疆将在所有区域发展战略中最突出的位置。随着中央新疆工作会议召开的日程临近，新疆成为“不是特区的特区”，已是“万事俱备，只欠政策东风”。

目 录

一、市场判断：A 股趋势仍是震荡上行	6
希腊债务危机推迟全球退出宽松货币政策的时间	6
2 月通胀虽高但环比压力减弱，加息压力不大	9
智利地震对资源价格影响偏短期	10
市场结论：短期震荡，震荡上行趋势未变	11
二、投资主线：聚焦“调结构”	11
“两会”中政府工作重心将回归，调结构力度可能向上超预期	11
“两会”前最后一次国务院常务会折射出产业调整方向	13
“两会”政策期待期前后的市场实证	14
日、韩、台产业结构优化的国际经验	15
行业配置和组合构建：交运、机械、煤炭、化工、科技、医药	19
三、主题投资：关中天水、“国六条”、新疆	19
“西咸一体化”建设加速或使“关天”区域概念再度活跃	19
新疆区域：“不是特区的特区”	20
围绕“国务院 6 措施促调整”政策核心点寻找投资机会	20
《关于加快发展体育产业的意见》：小荷才露尖尖角	21
四、行业研究观点	22
航空：春运黄金周航空客运录得喜人增长	22
化工：磷化工行业开始复苏	22
电信：3G+Wi-Fi 混合组网已经成为明确的产业趋势	23
服装纺织：我国居民服装消费特征分析	23
商贸：“八虎将”，虎年生威	24
旅游：虎气冲天，春节黄金周旅游市场火爆	24
银行：存款继续活化，议价能力逐步体现	25
电力：春节及低基数致用电量大幅增长	25
五、市场回顾与数据监测	26
A 股市场、行业表现指数回顾	26
国内重要经济指标跟踪	31
A 股市场行业相对大盘的超额收益和相对估值	33
全球重要经济指标跟踪	36

美股市场行业相对大盘的超额收益和相对估值	41
----------------------------	----

图表目录

图 1 美国首次失业人数大增	7
图 2 2 月美国消费者信心大幅回落	7
图 3 1 月份美国新屋销售大跌 11.2%	7
图 4 2 月德国商业景气指数 11 个月来首次下降	7
图 5 做多美元头寸	8
图 6 做空欧元头寸	8
图 7 美元兑港币与恒生指数	8
图 8 美元兑日元与欧元兑日元	8
图 9 新兴市场经济增速高于发达市场	8
图 10 A 股与美股相对估值处于历史平均水平	8
图 11 春节期间食用农产品价格上涨	9
图 12 农产品批发价格节后涨幅趋缓	9
图 13 CPI 的上涨主要由食品推动	9
图 14 商务部数据显示食品价格环比仍将回落	9
图 15 节后第一周公开市场净回笼 610 亿	10
图 16 3 月到期央票及回购 7660 亿	10
图 17 2007 年智利地震未改变铜价格走势	11
图 18 城镇居民聚焦的首要社会问题	14
图 19 近 10 年两会前一周行业超越上证综指概率	15
图 20 近 10 年两会期间行业超越上证综指概率	15
图 21 近 10 年两会后一周行业超越上证综指概率	15
图 22 近 10 年两会后一个月行业超越上证综指概率	15
图 23 1950~1993 年日本三次产业产值结构的变化	16
图 24 1950~1993 年日本三次产业就业结构的变化	16
图 25 1960~1994 年韩国三次产业产值结构的变化	16
图 26 1963~1993 年韩国三次产业就业结构的变化	16
图 27 1952~1994 年台湾地区三次产业产值结构的变化	17
图 28 1952~1994 年台湾地区三次产业就业结构的变化	17
图 29 中国 A 股各行业市值占比	17
图 30 美国股市各行业市值占比	17
图 31 一周 A 股市场指数表现	26
图 32 大小盘股收益及估值对比	26
图 33 一周行业涨幅	27
图 34 1664 点以来行业涨幅	27
图 35 上周沪深 300 静态 P/E 位于 27 倍左右	27
图 36 沪深 300PB 位于 3.2 倍左右	27
图 37 2010 年一致预期各行业的 PE 分布	28
图 38 2010 年各行业的 PB 分布	28

图 39 2010 年一致预期各行业 P/E 的历史溢价	29
图 40 2010 年各行业 PB 的历史溢价	29
图 41 2010 年各行业相对 P/E 的历史溢价	30
图 42 各行业相对 P/B 的历史溢价	30
图 43 市场风格指数一周涨跌	30
图 44 市场风格指数估值指标	30
图 45 09 年以来的个股市盈率分布变化	31
图 46 09 年以来的个股涨幅分布	31
图 47 A 股市场换手率	31
图 48 A 股市场大宗交易累计成交 6.56 亿元	31
图 49 交易账户比例占 A 股账户的 7.9%，与前周持平（数据滞后一周）	31
图 50 新增 A 股开户 19.1 万，新增基金 4.69 万户（数据滞后一周）	31
图 51 上周累计投放资金 760 亿元，回笼资金 1370 亿元	32
图 52 中国 10 年期国债收益率略有下降	32
图 53 恒生 A-H 溢价指数回升至 119 点以上	32
图 54 Shibor3 月利率略有上升，至 1.94%	32
图 55 一年期 NDF 周末收报 6.65 点	32
图 56 3 年期 NDF 维持稳定	32
图 57 全球主要农产品期货价格	33
图 58 国内主要化工品期货价格有所上涨	33
图 59 煤炭价格继续下跌	33
图 60 秦皇岛煤炭库存回升至 692 吨	33
图 61 钢材价格普遍上涨	33
图 62 全国钢材铁矿石库存	33
图 63 各行业相对大盘超额收益和估值（图中虚线为相对 PE 的历史均值）	34
图 64 全球主要股市一周涨跌幅	37
图 65 美股行业一周涨跌幅	37
图 66 全球主要市场估值对比（左图为市盈率，右图为市净率）	37
图 67 上证综指波动率	38
图 68 标普 500 波动率	38
图 69 长期 Tips 利差下降了 5%	38
图 70 长短期期信用价差	38
图 71 Ted 利差（3 个月伦敦银行间市场利率与 3 个月美国国债利率差）	38
图 72 房地美 30 年房贷固定利率基本与上周持平，在 5.00% 位置	38
图 73 美国长、短期国债收益率本周有所下降	39
图 74 Libor 美元利率（3 个月）在 0.24% 水平	39
图 75 汇率走势	39
图 76 美元指数继续上升至 80.6	39
图 77 CRB 商品指数回升至 270 点上方	39
图 78 原油期货价格收于每桶 77.9 美元	39
图 79 基本金属价格指数本周有所回落	40
图 80 BDI 指数与上周持平，收于 2711 点	40
图 81 国际铜价回落至 7000 美元附近	40

图 82 本周金价持续上升至 1107 美元.....	40
图 83 CRB/美元指数.....	40
图 84 CRB/物价指数（美）.....	40
图 85 黄金价格/CRB 指数.....	41
图 86 原油价格/CRB 指数.....	41
图 87 美国首次申请失业救济金人数.....	41
图 88 持续申请救济金人数.....	41
图 89 美国 ABC 消费者信心指数.....	41
图 90 MBA 抵押贷款申请指数.....	41
图 91 各行业相对大盘的超额收益和相对估值（图中虚线为相对 P/E 的历史均值）.....	42
表 1 历年“两会”政策基调和政府工作重点.....	12
表 2 新兴产业相关政策.....	18
表 3 行业配置.....	19

上周市场对于房地产公司再融资重启给出了较为乐观的反应，市场预期两会期间政策以稳定为主，我们认为 A 股市场近期仍将震荡上行，长期结构的转变与景气周期的变化都是重要的投资主线。

震荡市中，市场变化先行指标是情绪的一致性。拯救金融危机使得全球政府的话语权骤然增加，不仅在于经济层面，而且在于金融市场预期。市场情绪高涨时政府会控制通胀预期，市场情绪低落时政府又会维护信心。既然政策驱动的经济发展是缓慢平稳复苏，那么预期快速下降也增加了超预期的概率。欧元危机再起，甚至一些重量级对冲基金预计欧元会跌至 1 欧元兑 1 美元的水平，我们认为欧元的问题将推迟全球退出宽松货币政策的时间。国内 A 股谨慎的市场情绪和结构性低估值利于市场热情的点燃。

投资主线的选择，主要依据长期结构转变和景气周期变化来判断。从长期结构来看，人口红利高峰渐渐回落、去杠杆式全球经济复苏，以及国内调结构政策使得资本品在经济占比中将逐步下降，而消费和科技在经济占比中地位逐步上升；从周期性来看，经济进入扩张期，中游制造后端的工业、交运及部分其他周期行业的景气逐步回升，近期沿海地区用工荒的现象证明了经济复苏导致的需求增加。由于固定资产投资增速下降、货币政策调整，以及对经济增长模式的不确定性，近期行业轮换更多反映的是长期结构改变和政策支持行业，智利地震可能再本周对大宗商品价格尤其是铜价产生影响，但该影响将是短期的。随着节后开工和进一步紧缩政策必要性下降，行业轮动有望重回周期。

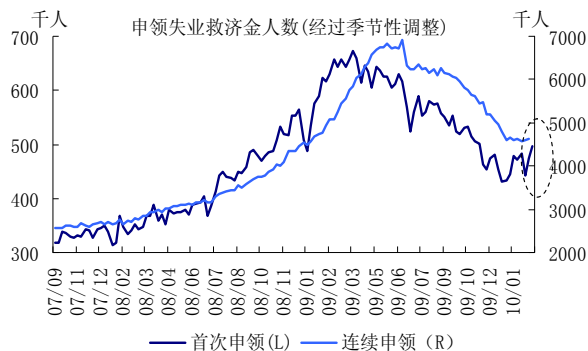
一、市场判断：A 股趋势仍是震荡上行

希腊债务危机推迟全球退出宽松货币政策的时间

希腊债务危机对全球经济增长影响较小，但会阻碍各国央行加息步伐。欧洲、美国、日本已表明较长时间保持利率不变，此前率先紧缩货币政策的澳大利亚和韩国加息预期也在逐步淡化。

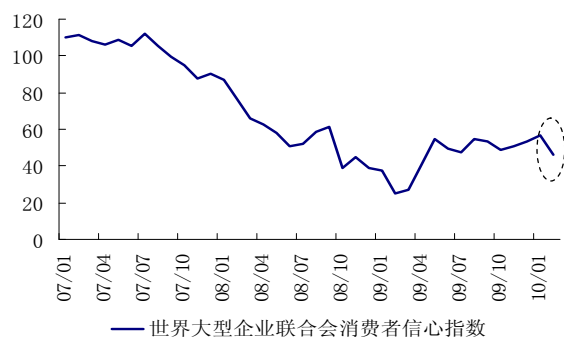
累积的债务问题令美国和欧洲经济数据一波三折。美国截至 2 月 20 日当周首次申请失业救济人数增加 22,000 人，为 2009 年 11 月 14 日以来的最高水平。1 月份美国新屋销售大跌 11.2%，经季节性调整后按年率计算为 30.9 万套，为 1963 年开始该数据记录以来最低水平。2 月份美国消费者信心指数从 1 月份的 56.5 下降至 46，远低于市场调查普遍预计的 55，这也是该指数自 2009 年 4 月份以来的最低值。1 月份耐用品订单增长 3.0%，至 1,757.5 亿美元。此前市场预期增幅为 1.5%，大幅增长原因在于商业飞机订单上升，不包括与运输业相关的耐用品订单减少 0.6%。1 月份不包括飞机的非国防资本品订单减少 2.9%——该指标是衡量美国企业资本支出的关键指标。美联储主席伯南克表示，美国经济依然非常疲弱，仍需将利率维持在纪录低位以支撑经济复苏。德国经济研究所数据显示，2 月份 Ifo 商业景气指数出现 11 个月来的首次下降，由 1 月的 95.8 降至 95.2，低于经济学家预计的 96.4。上述事实表明，海外经济复苏的基础更不牢固，宽松的货币政策还未到退出之时。

图1 美国首次失业人数大增



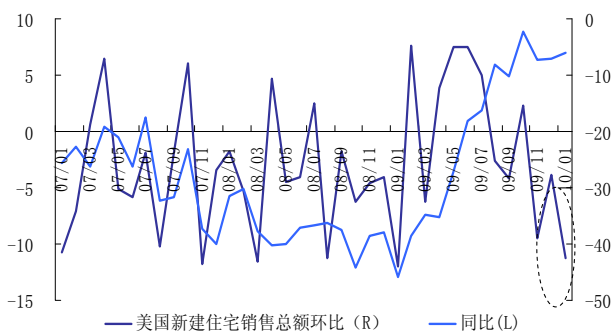
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图2 2月美国消费者信心大幅回落



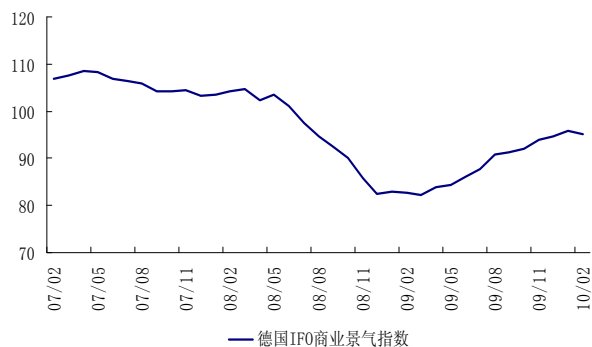
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图3 1月份美国新屋销售大跌11.2%



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

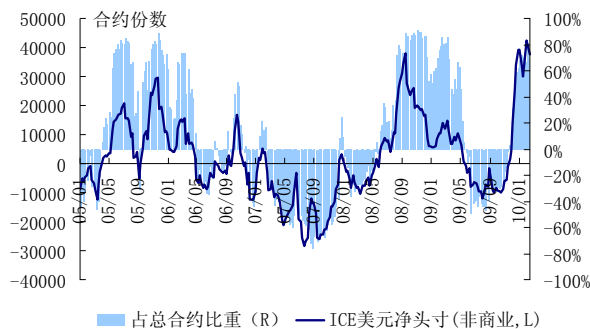
图4 2月德国商业景气指数11个月来首次下降



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

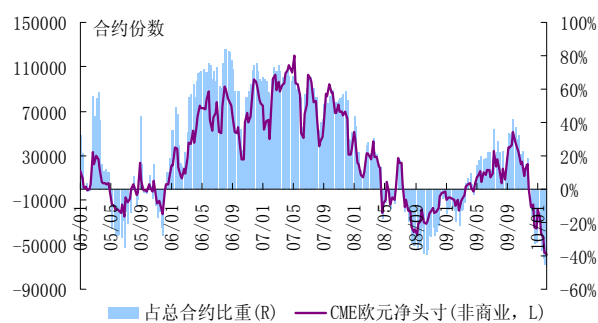
希腊债务危机局势仍不明朗。华尔街日报报道,一些对冲基金已大举作空欧元,并预言欧元会跌至1欧元兑1美元的水平。从外汇市场来看,做多美元和做空欧元的头寸已经达到高位。德国一位立法委员上周五表示德国政府正在讨论是否通过国有银行KfW的支持向希腊安排紧急信贷,这是首度传出欧洲将财务支援希腊。我们认为,其他欧盟国家最终将援助希腊,其背后逻辑在于,欧元区金融体系有较大的联动性,如葡萄牙1,650亿美元债务中有51%由西班牙的银行持有;西班牙7,480亿美元的债务中有32%由德国的银行持有,25%由法国的银行持有。其次,IMF已派人赴希腊考察债务状况,但德国、法国和欧洲央行担忧会把欧元置于“外部代理人”的控制与管理之下。

图 5 做多美元头寸



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

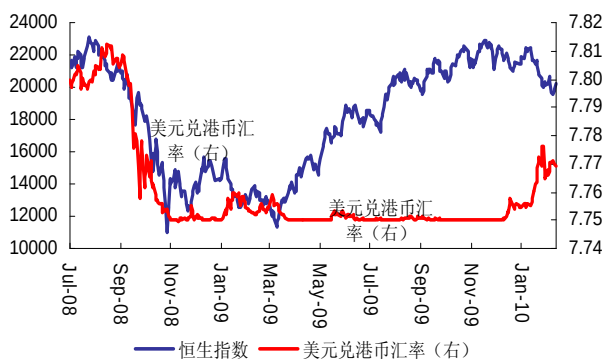
图 6 做空欧元头寸



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

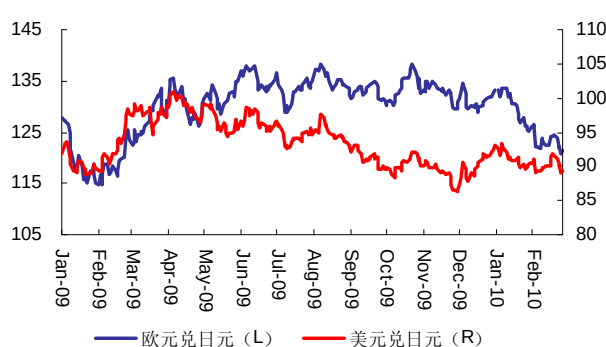
全球增长动力更多来自于新兴市场。近期汇率市场变化也说明了，虽然美元相对于欧元升值，但是对于亚洲货币存在贬值。港元汇率是新兴市场国际资本流入的一个重要指标。在美欧经济复苏缓慢之际，预计全球资金的流向仍将偏向高速增长的新兴市场。

图 7 美元兑港币与恒生指数



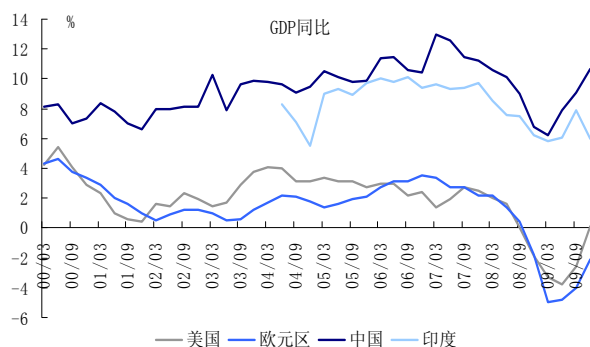
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 8 美元兑日元与欧元兑日元



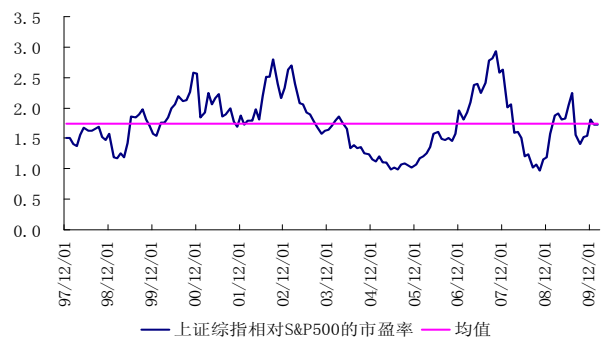
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 9 新兴市场经济增速高于发达市场



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 10 A 股与美股相对估值处于历史平均水平



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

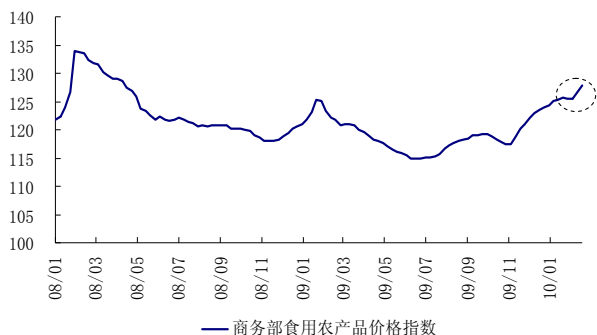
2月通胀虽高但环比压力减弱，加息压力不大

我们宏观分析师预计2月CPI同比增长2%，通胀压力温和。据商务部监测，含春节假期的2月15日至21日当周全国商品市场总体运行平稳，36个大中城市重点监测的食用农产品市场价格比前一周上涨0.4%，生产资料市场价格在连降四周后回升，比前一周上涨0.6%。春节期间食品价格的上涨属正常现象，农业部农产品批发价格显示，节后农产品价格已经出现回落。食品在CPI中占比33%，是推动CPI上涨的主要因素。随着天气转暖，节后食品价格回落，通胀环比上升压力逐步减弱，短期内通胀水平仍不会促发加息。

2010年2月份全国制造业采购经理指数(PMI)为52.0%，低于市场预期2月PMI值为55.45，也低于1月的55.8，但对市场的冲击递减。2月PMI仍保持在50上方的较高水平，并且1月PMI是八个月上升以来首次下降，加上春节因素，2月份再次下降对市场冲击递减。

公开市场看，节前四周及节中连续净投放达7570亿，节后第一周净回笼610亿。3月由于大量3年期央票到期，使得公开市场到期央票及回购将达7660亿，央行的对冲压力较大。我们认为，节前准备金率上调正是考虑对冲压力。由于当前宏观经济并未过热，且资产价格持续上涨势头已经得到遏制，2010年很难出现贯穿全年的紧缩性货币政策。

图 11 春节期间食用农产品价格上涨



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 12 农产品批发价格节后涨幅趋缓



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 13 CPI 的上涨主要由食品推动

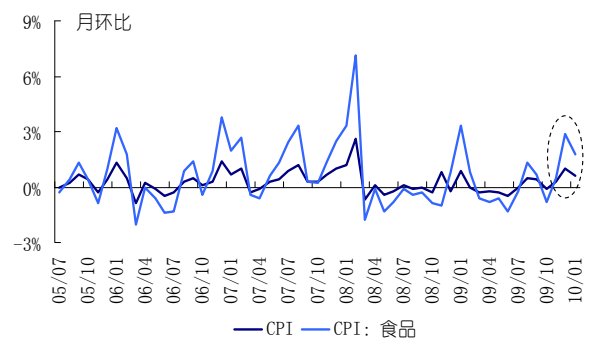
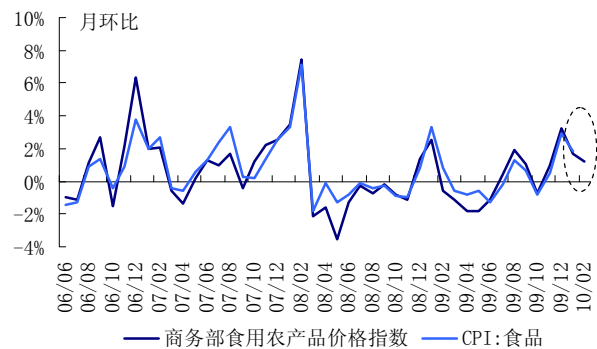
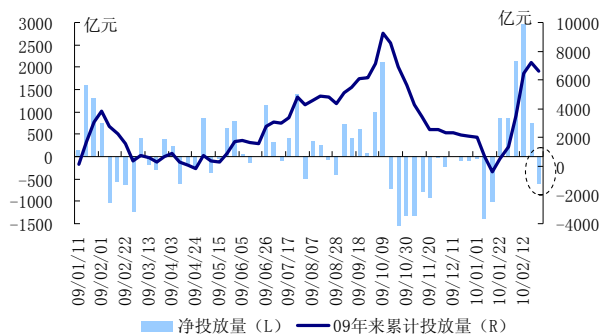


图 14 商务部数据显示食品价格环比仍将回落



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

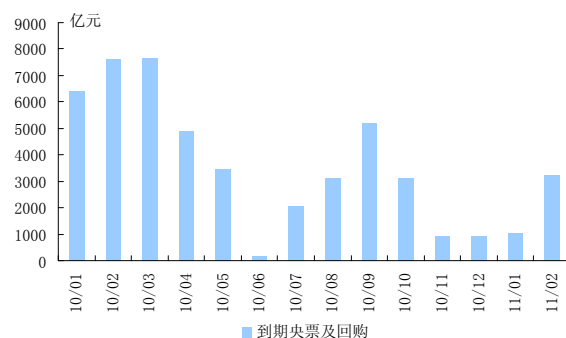
图 15 节后第一周公开市场净回笼 610 亿



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 16 3 月到期央票及回购 7660 亿



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

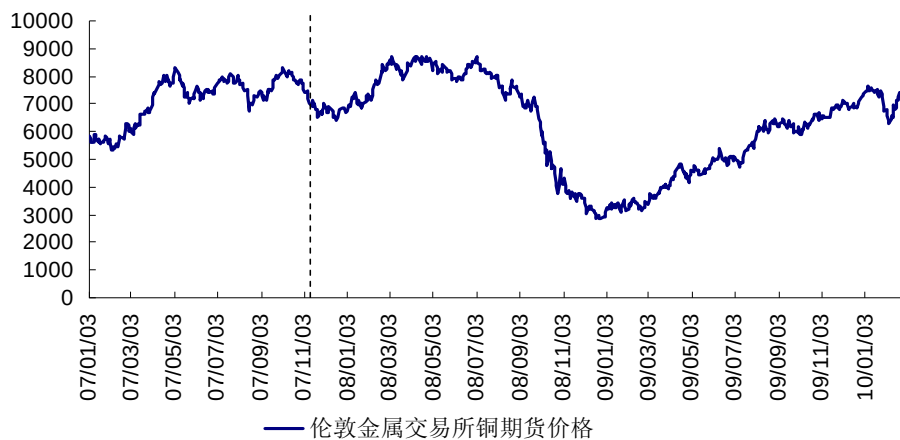
智利地震对资源价格影响偏短期

智利 27 日发生里氏 8.8 级强烈地震，我们感到十分痛心，对不幸遇难者表示深切哀悼！作为专业投资咨询机构，沉痛中我们必须理性地分析事件的影响。智利的铜储量、产量和出口量均居世界第一，已探明蕴藏量达 2 亿吨以上，占全球储藏量 34%。但智利位于南太平洋地震带上，历史上就是地震多发区，最近 50 年来智利地震频繁发生，1960 年 5 月 22 日，智利瓦尔迪维亚附近地区发生 9.5 级强震，随后在 1965 年、1971 年、1985 年、1987 年、1995 年、2005 年和 2007 年分别遭遇过 7 级以上强烈地震。

2007 年智利北部地区 11 月 14 日大地震期铜价格暴涨，发生地震的消息传出后，纽约期货交易市场铜价马上上涨了 3.2%，铜矿断电的消息传出后，伦敦期货市场铜价格暴涨 5.31%，不过，铜及其他大宗商品价格上涨只是短期行为，次日铜价回落 5.93%，中期走势并未因此改变。

本次强烈地震位于智利中南部地区，智利最大的两个铜矿 Escondida 和 Chuquibambilla 位于最北部，并未受到影响。我们有色研究员预计，共计将有 100 万吨的铜矿产能受到地震影响而中断生产，但据了解，矿山似乎并未破坏，预计未来一旦电力供应恢复将重新启动。但是，地震对智利中部地区的电力、交通、通讯、能源、供水等基础设施的破坏较为严重，由此带来的矿石运输及出口能力下降的影响，至少在短期内我们认为不可低估。我们将密切跟踪地震有关信息，待形势进一步明朗。除了铜以外，近期同样建议关注智利的其它重要有色金属产品：钼、黄金、白银、锂。

图 17 2007 年智利地震未改变期铜价格走势



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

市场结论：短期震荡，震荡上行趋势未变

上周虽然受到平安减持计划及交行融资消息的打压，但市场随后对于房地产公司再融资重启给出了较为乐观的反应，市场预期两会期间政策以稳定为主，我们认为 A 股市场近期仍将震荡上行。震荡市中，市场变化先行指标是情绪的一致性。拯救金融危机使得全球政府的话语权骤然增加，不仅在于经济层面，而且在于金融市场预期。市场情绪高涨时政府会控制通胀预期，市场情绪低落时政府又会维护信心。既然政策驱动的经济发展是缓慢平稳复苏，那么预期快速下降也增加了超预期的概率。欧元战事再起，将推迟全球退出宽松货币政策的时间，缓和对于加息的紧张情绪。我们注意到正月十四温家宝总理在与新华网网友对话中谈及房地产问题时，首先提及的是增加供给，其次是鼓励自住和改善性需求，再次才是打击投资投机需求，最后仍然是打击捂盘和囤地，对房地产方面的表态相对温和。国内 A 股谨慎的市场情绪和结构性低估值利于市场热情的点燃。

二、投资主线：聚焦“调结构”

投资主线是长期结构转变与景气周期变化力量之间的相对权衡。从长期结构来看，人口红利高峰渐渐回落、去杠杆式全球经济复苏，以及国内调结构政策使得资本品在经济占比中将逐步下降，而消费和科技在经济占比中地位逐步上升；从周期性来看，经济进入扩张期，中游制造后端的工业、交运及部分其他周期行业的景气逐步回升。由于固定资产投资增速下降和货币政策调整，近期行业轮换更多的反映长期结构和政策支持行业，随着春节开工和进一步紧缩政策必要性下降，行业轮动有望重回周期。

“两会”中政府工作重心将回归，调结构力度可能向上超预期

3月5日将召开“两会”，从近期一系列会议和领导人的讲话基本可以判断，“调结构”将是“两会”最大看点，尤其是产业结构调整可能出现实质性变化。2月3日胡锦涛在“省部级主要领导干部深入贯彻落实科学发展观加快经济发展方式转变专题研讨班”上讲话中就提出，转变经济发展方式，关键是在“加快”上下功夫、见实效。这

是国家领导人第一次明确宣示，调结构要注重“加快”。在随后的两天里，温家宝和李克强分别又讲话强调了调结构的紧迫性。2月24日“两会”前最后一次国务院常务会议，研究部署进一步贯彻落实重点产业调整和振兴规划，会议提出，面对国内外环境变化的新形势，必须牢牢抓住调整结构、转变发展方式这一重点。

如此明确的政策宣誓，显示管理层目前对于经济增长和资产价格泡沫的担忧已经大大降低，更值得关注的是**未来调整经济结构的速度和力度存在向上超预期的可能性**。调结构下产业发展格局的变化是我们重点持续关注的问题之一。

从历年“两会”政策基调和《政府工作报告》中当年重点工作内容看，2000年首次提出“大力推进经济结构的战略性调整”，之后“结构调整”成为每年政府工作重点，与“三农”工作成为历年政府头两大工作重点。2009年在全球金融危机冲击下，政府首要工作重点适时调整为扩内需特别是消费需求，调结构工作排列靠后。在经济逐步回归正常状态的情况下，**2010年政府工作重心很可能将从2009年的“救急”状态重新回归到“加速推进经济结构”的轨道中。**

表 1 历年“两会”政策基调和政府工作重点

年度	政策基调	政府工作重点
1998	适度从紧 财政和货币	(一) 进一步稳定和加强农业，稳定以家庭联产承包为主的责任制，落实土地承包期再延长 30 年的政策，切实减轻农民负担。(二) 投资规模适度增长。(三) 继续实行适度从紧的财政政策和货币政策，改善金融调控方式，注意适时适度微调。(四) 进一步提高对外开放水平，继续积极、合理、有效地利用外资。
1999	积极财政+ 稳健货币	(一) 立足于扩大国内需求，继续实施积极的财政政策。在扩大投资需求的同时，要采取有力措施引导和扩大消费需求，形成投资和消费对经济增长的双重拉动。(二) 促进农业和农村经济全面发展。稳定和完善的以家庭承包经营为基础、统分结合的双层经营体制，继续增加农业投入，努力增加农民收入。(三) 实行稳健的货币政策，适当增加货币供应量，把握好金融调控力度，保持人民币币值稳定，防范和化解金融风险。(四) 千方百计扩大出口和有效利用外资。
2000	积极财政+ 稳健货币	(一) 坚持实行扩大内需的方针，继续实施积极的财政政策，进一步发挥货币政策的作用。发行 1000 亿元长期国债。进一步运用税收、价格等手段鼓励投资、促进消费、增加出口，并继续清理某些限制消费的政策和法规。在坚持货币政策稳健经营的原则下，从多方面加大对经济发展的支持力度。(二) 大力推进经济结构的战略性调整 。进一步稳定和加强农业的基础地位，加大工业结构调整力度，逐步提高第三产业在国民经济中的比重。(三) 进一步扩大对外开放。
2001	积极财政+ 稳健货币	(一) 加强农业基础地位，努力增加农民收入。(二) 大力推进产业结构优化升级。坚持把结构调整作为主线 。我国经济已经到了不调整就不能发展的时候。要巩固和加强农业基础地位，加快工业改组改造和结构优化升级，大力发展服务业，加快国民经济和社会信息化，继续加强基础设施建设。(三) 进一步深化改革和扩大对外开放。
2002	积极财政+ 稳健货币	(一) 扩大和培育内需，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。保持国债投资的必要规模，带动固定资产投资较快增长。(二) 加快农业和农村经济发展，努力增加农民收入。(三) 积极推进经济结构调整和经济体制改革。加快产业结构优化升级 。一要采用高新技术和先进适用技术，改造和提升传统产业。二要加快发展高新技术产业。三要积极发展第三产业特别是现代服务业。(四) 积极发展第三产业特别是现代服务业。(五) 继续大力整顿和规范市场经济秩序。
2003	积极财政+ 稳健货币	(一) 加强和改善宏观调控，实施积极的财政政策和稳健的货币政策。坚持财政收支平衡和量入为出。(二) 坚持以经济结构调整为主线 ，着力提高经济增长质量和效益。 坚持全面调整产业结构、地区结构和城乡结构，着力抓好调整产业结构这个关键 。(三) 坚持把解决“三农”问题放在突出位置，巩固和加强农业基础地位。(四) 坚持全面提高对外开放水平，积极参与国际经济技术合作和竞争。
2004	积极财政+ 稳健货币	(一) 实现经济平稳较快发展，防止经济出现大起大落。要坚持扩大内需的方针，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。逐步调减发债规模，调整建设国债使用方向， 集中用于促进经济结构调整和社会全面发展 。控制固定资产投资规模。合理调整投资与消费的关系。(二) 巩固和加强农业基础地位，实现农民增收和农业增产。(三) 统筹区域协调发展，推进西部大开发和东北地区等老工业基地振兴。(四) 适应新的形势，提高对外开放水平。
2005	积极财政+ 稳健货币	(一) 实行稳健的财政政策和稳健的货币政策，加强各项宏观经济政策的协调配合。控制固定资产投资规模。积极扩大消费需求，实行有利于扩大消费的财税、金融和产业政策。(二) 进一步加强“三农”工作。(三) 加快推进经济结构调整和增长方式转变。推进产业结构优化升级，坚持走新型工业化道路。

5		(四)积极推动区域协调发展。(五)大力推进经济体制改革和对外开放。
2	积极财政+	(一)继续实施稳健的财政政策和稳健的货币政策。继续适当减少长期建设国债发行规模和财政赤字。坚持扩大内需的战略方针,重点是扩大消费需求,增强消费对经济发展的拉动作用。保持固定资产投资适当规模,坚持有保有压,优化投资结构,防止投资过快增长。(二)扎实推进社会主义新农村建设。
0	稳健货币	(三) 加大产业结构调整、资源节约和环境保护力度 。着力提升产业层次和技术水平,推进部分产能过剩行业调整。(四)继续推动区域协调发展。
6		(一)继续实施稳健的财政政策和稳健的货币政策。适当减少财政赤字和长期建设国债规模。调整投资和消费的关系,坚持扩大内需方针,重点扩大消费需求。保持固定资产投资适度增长, 着力优化投资结构 ,提高投资效益。促进房地产业持续健康发展。(二)发展现代农业和推进社会主义新农村建设。(四) 加快推进产业结构升级和自主创新 。着力优化产业结构,重点是大力发展服务业,提升工业层次和水平,继续推进国民经济和社会信息化。(五)进一步推动区域协调发展。
2	积极财政+	(一)实行稳健的财政政策和从紧的货币政策。防止价格总水平过快上涨。(二)加强农业基础设施建设,促进农业发展和农民增收。(三) 推进经济结构调整,转变发展方式 。坚持扩大内需方针,调整投资和消费关系,促进经济增长由主要依靠投资、出口拉动向依靠消费、投资、出口协调拉动转变。关键是合理控制固定资产投资规模,着力优化投资结构。 推进产业结构优化升级 。促进区域协调发展。(四)深化经济体制改革,提高对外开放水平。
0	从紧货币	(一)加强和改善宏观调控,保持经济平稳较快发展。(二)积极扩大国内需求特别是消费需求,增强内需对经济增长的拉动作用。(三)巩固和加强农业基础地位,促进农业稳定发展和农民持续增收。(四) 加快转变发展方式,大力推进经济结构战略性调整 。(五)继续深化改革开放,进一步完善有利于科学发展的体制机制。(六)大力发展社会事业,着力保障和改善民生。(七)推进政府自身建设,提高驾驭经济社会发展全局的能力。
8		
2	积极财政+	
0	适度宽松	
0	货币	
9		

数据来源:华泰联合证券研究所

“两会”前最后一次国务院常务会折射出产业调整方向

国务院总理温家宝24日主持召开国务院常务会议,研究部署进一步贯彻落实重点产业调整和振兴规划。会议提出,面对国内外环境变化的新形势,必须牢牢抓住调整结构、转变发展方式这一重点,进一步加大工作力度,充实完善政策措施,加快体制机制创新,全面贯彻实施好产业调整和振兴规划,力争在提高产业发展的质量和效益上取得新的突破性进展。

此次国务院常务会议是针对“两会”前经济环境为全年调控政策定调,凸显了全年产业政策基本导向。我们认为四大特点值得关注:

第一,2009年的十大产业振兴规划已经悄然转变为“产业调整振兴规划”,这意味着, **2010年产业政策将“有保有压”**,产业格局将发生变化。

第二,“压”的行业主要是产能过剩严重、高能耗的资本密集的重工业,如钢铁、水泥、电解铝、焦炭、电石等行业。“保”的行业主要是技术密集的新兴产业。

第三,为了保证就业和平衡区域发展、优化产业布局,支持劳动密集的轻工业平稳发展,并推动电子信息、轻工、纺织等产业向中西部地区加快转移。

第四,为了进一步扩大内需、保增长,继续实施家电下乡和汽车、家电以旧换新政策。

总体上我们认为,2010年结构调整的重心和主线将是产业结构的升级和优化。

同时,居民最为关心的医改问题也将是“两会”重要焦点。中国社科院发布的“社会蓝皮书”——《2010年社会形势分析与预测》中,公布了零点研究咨询集团最新完成的《2009年中国居民生活质量指数调查报告》。2009年城镇居民聚焦的首要社会问题是医疗问题。1999-2005年间,下岗就业和社会保障问题一直是公众关注的核心焦点;2007-2008年,物价上涨问题以高提及率稳居城乡居民“关注榜”榜首。2009年,“**医疗改革与医疗费用**”问题以34.8%的提及率成为城镇居民聚焦的首要社会问题,城镇

居民对于医疗问题的提及率,已经连续三年上升(2007年 21.1%→2008年 14.1%→2009年 34.8%)

图 18 城镇居民聚焦的首要社会问题

2009 年		2008 年		2007 年	
医疗改革及医疗费用问题	34.8%	物价问题问题	66.2%	物价上涨问题	66.5
下岗及就业问题	31.5%	食品药品安全问题	33.8%	住房改革及住房价格问题	24.6
社会保障问题	28.9%	社会保障问题	23.3%	食品药品安全问题	21.9
房价调控与住房价格问题	28.5%	房价调控与住房价格问题	23.0%	医疗改革及医疗费用问题	21.1
物价问题	25.2%	下岗及就业问题	20.0%	社会保障	21.1
贫富分化问题	14.7%	医疗改革及医疗费用问题	14.1%	下岗及就业问题	18.8

注：表中数据为关注率，按照关注程度使用限选三项的答法计算得出，仅列出提及率前 6 位的社会问题。

资料来源：零点研究咨询集团 2007--2009 年《中国居民生活质量指数报告》。

资料来源：零点咨询，华泰联合证券研究所

“两会”政策期待期前后的市场实证

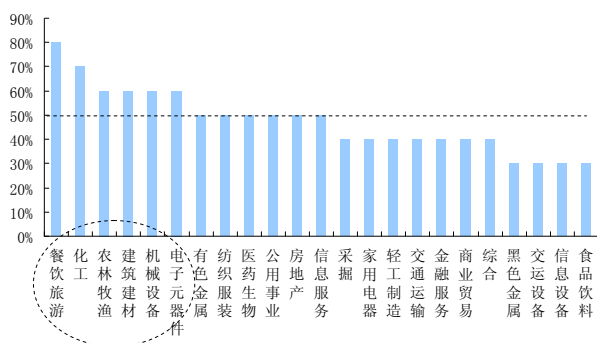
3 月 5 日将召开一年一度的“两会”，市场步入政策的期待期。回顾历史上“两会”，“三农”问题始终是政府工作强调的重点，近十年以来“三农”相关工作在政府工作报告当年工作重点中不是第一点就是第二点。另外，今年“两会”需着重关注的是，在经济逐步回归正常状态的情况下，2010 年政府工作重心很可能将从 2009 年的“救急”状态重新回归到“加速推进经济结构”的轨道中。从近期最高层领导人的系列讲话来看，管理层目前对于经济增长和资产价格泡沫的担忧已经大大降低，更值得关注的是未来调整经济结构的速度和力度存在向上超预期的可能性。

24 日“两会”前的最后一次国务院常务会议，研究部署进一步贯彻落实重点产业调整和振兴规划。这折射出，“两会”期间产业结构调整将成为最大的热点，政策将“有保有压”，热点仍值得期待，尤其是高技术的新兴产业。经历节前持续低迷后，上周

市场已经开始有所活跃，成交量明显放大。上周全周成交金额达到5502亿元，比年前最后一周超出达1500多亿元。随着“两会”召开，“调结构”政策将孕育新的投资机遇，市场望重新活跃。

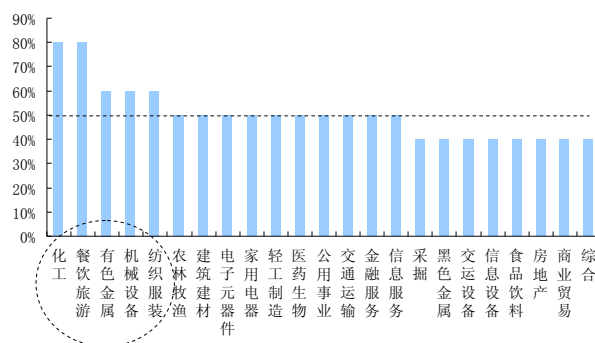
回顾 2000 年来“两会”前后各行业超越大盘的概率，会前一周较高的是餐饮旅游、化工，两会期间较高的是化工、餐饮旅游，会后一周较高的是化工、轻工制造，会后一个月较高的是化工、交通运输。

图 19 近 10 年两会前一周行业超越上证综指概率



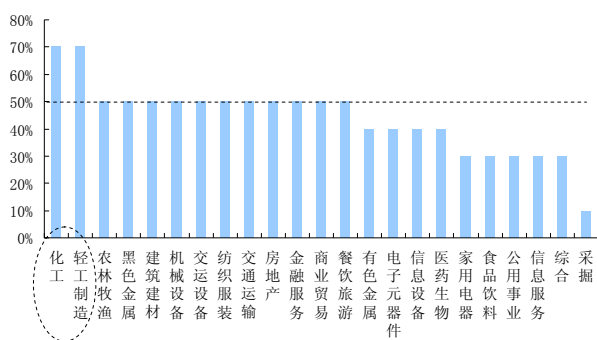
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 20 近 10 年两会期间行业超越上证综指概率



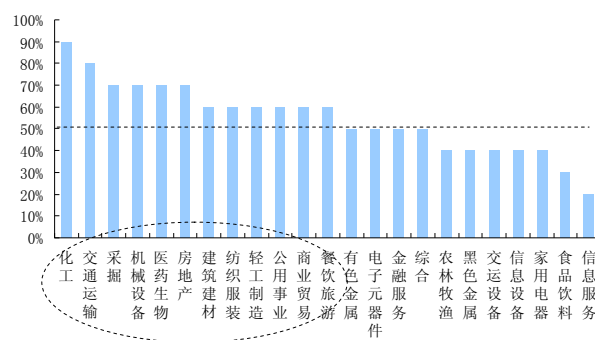
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 21 近 10 年两会后一周行业超越上证综指概率



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 22 近 10 年两会后一个月行业超越上证综指概率



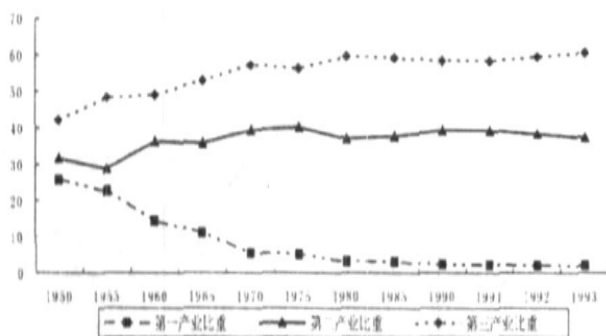
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

日、韩、台产业结构优化的国际经验

通过观察历史上日本、韩国和台湾地区的产业结构演变，我们可以清晰的发现，三国或地区在由传统农业国向现代工业国转变过程中均符合配第-克拉克定理的一、二、

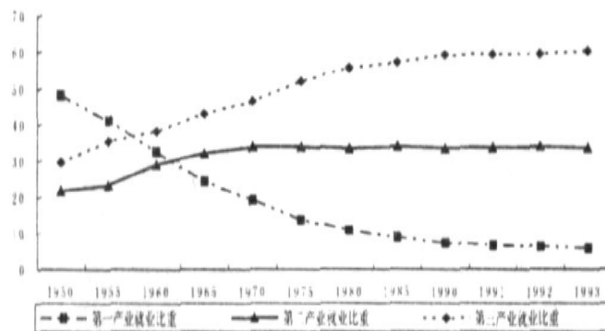
三次产业产值和就业此消彼长的产业结构变迁历程。即产值结构都不断由附加值较低的第一产业向附加值较高的第二和第三产业转移，就业结构中第一产业比重不断下降，二、三产业则不断上升。

图 23 1950~1993 年日本三次产业产值结构的变化



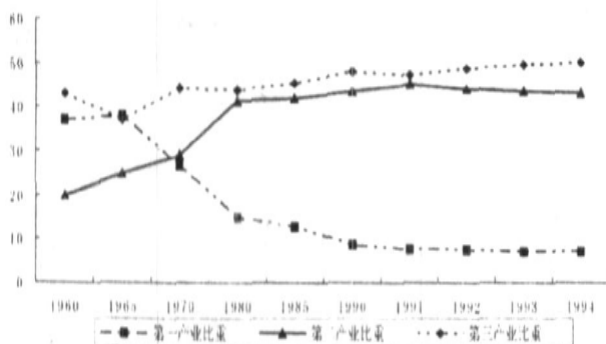
资料来源:《东亚工业化浪潮中的产业结构研究》

图 24 1950~1993 年日本三次产业就业结构的变化



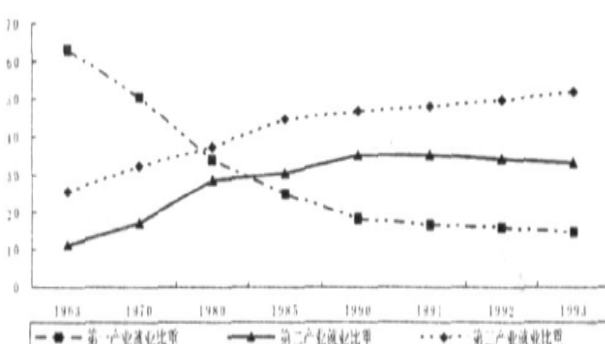
资料来源:《东亚工业化浪潮中的产业结构研究》

图 25 1960~1994 年韩国三次产业产值结构的变化



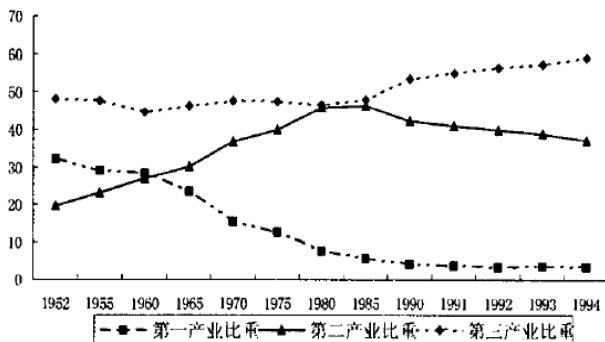
资料来源:《东亚工业化浪潮中的产业结构研究》

图 26 1963~1993 年韩国三次产业就业结构的变化



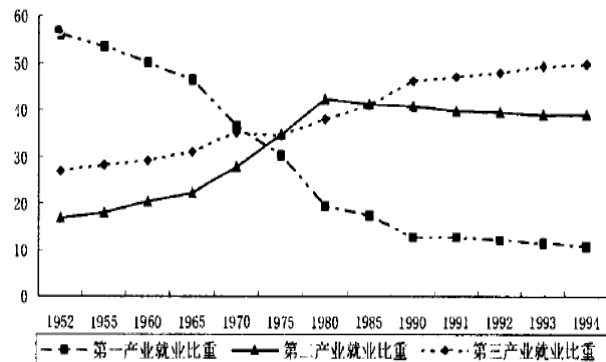
资料来源:《东亚工业化浪潮中的产业结构研究》

图 27 1952~1994 年台湾地区三次产业产值结构的变化



资料来源:《东亚工业化浪潮中的产业结构研究》

图 28 1952~1994 年台湾地区三次产业就业结构的变化



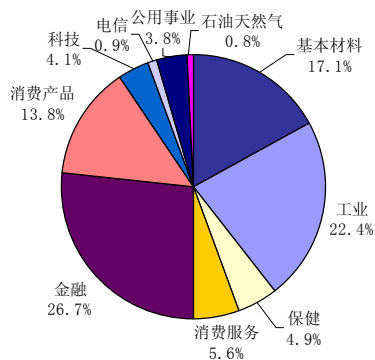
资料来源:《东亚工业化浪潮中的产业结构研究》

不仅如此,主导产业的更替和高新技术产业的推动作用都有相似的轨迹,尽管主导产业和高新技术会因时代不同而呈动态变化,但是后起国家在很多方面重复发达国家过去的故事是相当普遍的现象。

中国当前的产业结构看,重工工业仍是主导,高科技比重太低。比较中美股市结构,中国高科技、生物科技、新能源等科技领域占比远低于美国。

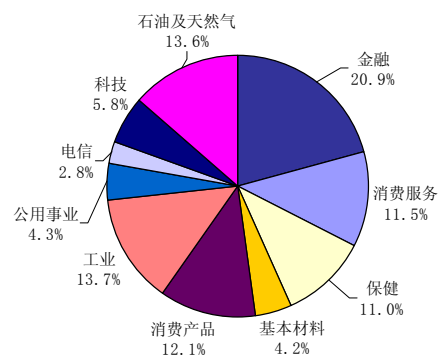
我们可以推断,中国未来产业结构调整的方向必将是,大力发展技术密集型产业和高新技术产业,同时大力进行技术创新,提高这些产业的国际竞争力,缩短与发达国家的差距。

图 29 中国 A 股各行业市值占比



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 30 美国股市各行业市值占比



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

在产业结构调整的过程中,日本、韩国、台湾均利用产业政策对市场经济进行干预,产业政策的实施一般通过财政税收、金融借贷、贸易保护、行政管制与指导等手段相联系。

日本政府曾以提供低息贷款、加快折旧、减免税收等政策对新兴产业、主导产业进行扶持,采取制定小企业现代化促进法和设备投资审查批准权和行政指导劝告方式以促进产业合理化,使过度竞争转化为有效竞争,采取官民协调体制,通过补充价格机制

的调节机能和利用政府的金融机构进行贷款的诱导作用，有重点地将资金分配给主导产业部门，以加强竞争力。

从韩国产业政策的内容看，出口导向工业化始终是其一项重要的支柱政策，无论是60年代直接鼓励出口产业，还是70年代的重化工业高度化和80年代以后的产业结构技术密集化，都是以鼓励出口或者以增强出口竞争力为主要目的，这既是由韩国国情决定的，同时对加速韩国工业化也起到了重要的作用。

台湾经济体制和产业政策演变的一个明显特点是政府干预与市场机制相结合，电子科技行业能够发展成为台湾的主要支柱产业，台湾当局推动政策功不可没。在1979年的“十年建设计划”和1991年的“六年国建计划”中，台湾当局把信息产业列为优先发展的“战略性”产业和“十大新兴产业”之一。

从国际经验看，中国要实现经济增长方式的转变和产业结构的成功升级，必将依赖产业政策的支持，对高新技术产业、新兴产业的侧重是发展方向。

表 2 新兴产业相关政策

时间	文件/会议/领导人	关键内容
2009年9月10日	温家宝夏季达沃斯论坛	将科技创新作为重要支撑，更加注重扶持战略性新兴产业的发展。重点支持新能源、新材料、生物医药、第三代移动通信、三网融合等产业的技术研发和产业化，加快发展低碳经济和绿色经济。
2009年9月21-22日	温家宝新兴战略性新兴产业发展座谈会	首次将新兴产业纳入到国家产业发展的战略规划中来。强调发展新兴战略性新兴产业，是中国立足当前渡难关、着眼长远上水平的重大战略选择，要以国际视野和战略思维来选择和发展新兴战略性新兴产业。
2009年10月21日	国务院常务会议	提出要抓紧研究提出促进战略性新兴产业发展的总体思路和近期工作安排，设立创业投资基金支持性新产业发展。
2009年10月30日	国家发改委、财政部	启动实施新兴产业创投计划，发起设立20只创业投资基金，总募集资金量超过90亿元。
2009年11月3日	温家宝《让科技引领中国可持续发展》	我们必须重视发展战略性新兴产业，同时要在最有基础、最有条件的领域突破核心和关键技术。温家宝提出了 七个重点新兴产业：新能源、节能环保、电动汽车、新材料、新医药、生物育种和信息产业 。
2009年11月6日	国家发改委官员	新兴产业将作为国家战略性新兴产业来扶持和发展，规划出台后，国家将在财政、信贷等多方面进行大力支持。
2009年11月24日	国家能源局	有关部门正酝酿推出《战略性新兴产业发展规划》，该规划将成为国家四万亿投资规划，十大产业振兴规划出台之后的又一项振兴经济的重大举措。目前该振兴规划正在起草中，预计最快将在2009年底或2010年初出台。
2009年12月9日	2009国家发展和改革委员会	围绕生物医药、生物育种、软件和信息服务等新兴领域，启动一批研发、产业化和市场推广重大专项工程。
2009年12月23日	央行货币政策委员会四季度例会	强调货币政策的针对性和灵活性，要求把握好信贷投放的速度和节奏，加大对战略新兴产业和产业转移方面的信贷支持。
2010年1月21日	国务院常务会议	会议指出，加快淘汰落后产能是转变经济发展方式、提高经济增长质量和效益、有效应对国际金融危机的迫切要求，也是推进节能减排、积极应对全球气候变化的需要。
2010年2月3日	省部级主要领导干部深入贯彻落实科学发展观加快经济发展方式转变专题研讨班	胡锦涛在讲话中提出，转变经济发展方式，关键是在“加快”上下功夫、见实效。 在过去一段时间政府部门的对外表述中，持续提到了调结构的必要性，但着重强调在“加快”上下功夫，则是第一次。
2010年2月4日	温家宝	要科学制定发展规划，选择若干重点领域作为突破口，力争在较短时间内见到成效，使战略性新兴产业尽早成为国民经济的先导产业和支柱产业。
2010年2月5日	李克强	我国已进入只有调整经济结构才能促进持续发展的关键时期。加快产业结构优

2010 年 2 月 7 日	战略性新兴产业总体思路研究工作启动暨协调小组第一次会议	化升级是提升国民经济整体素质的有效途径。瞄准国际科技和产业前沿，壮大战略性新兴产业，力争实现跨越式发展，抢占未来发展制高点。 我国正式启动加快培育战略性新兴产业发展思路研究工作。“研究制定加快发展战略战略性新兴产业的总体思路和新产业发展专项规划”已列入公布的国家发改委今年工作计划中。目前，《新兴产业产业发展规划》框架已经基本形成，2010 年新兴战略产业相关发展规划有望陆续出台。
2010 年 2 月 21 日	工信部大会《当前经济形势的几个热点问题》	战略性新兴产业是新的增长点和未来支柱产业、先导产业。目前，新兴产业包括新能源、新材料、高端制造、网络信息、生物医药、航空航天等等，我们必须积极跟进，大力发展新技术，催生新产业，并注意新兴产业要与传统产业紧密结合。
2010 年 2 月 22 日	中共中央政治局会议	会议强调，2010 年是继续应对国际金融危机冲击、保持经济平稳较快发展、加快转变经济发展方式的关键一年，着力搞好宏观调控和保持经济平稳较快发展，着力加快经济发展方式转变和经济结构调整。

数据来源：华泰联合证券研究

行业配置和组合构建：交运、机械、煤炭、化工、科技、医药

结合宏观策略和行业研究员的推荐，我们建议重点关注行业主要有交运、机械、煤炭、化工、科技、医药。

表 3 行业配置

行业名称	行业权重	行业名称	行业权重
农林牧渔	3.39%	信息设备	5.95%
采掘	7.55%	食品饮料	4.30%
化工	4.25%	纺织服装	2.19%
黑色金属	4.53%	医药生物	12.35%
建筑建材	4.76%	交通运输	15.00%
机械设备	15.00%	商业贸易	3.24%
电子元器件	10.00%	信息服务	7.50%
合计	100.0%		

资料来源：华泰联合证券研究

三、主题投资：关中天水、“国六条”、新疆

“西咸一体化”建设加速或使“关天”区域概念再度活跃

在国家即将出台“西部大开发新十年规划”之际，作为《关中-天水经济区发展规划》实施的核心配套措施之一，“西咸一体化”战略的推进标志着略显沉寂的关天经济区正在酝酿崛起的动力。

根据《陕西省产业集群发展规划纲要(2009—2015 年)》的内容，“关天”区域将大力发展航空、汽车、航天等 20 个产业集群，力争 2015 年销售总收入达到 20000 亿元，成为该省工业经济发展的强劲引擎。随着相关配套政策的落实，将促使该区域极具竞争优势的航空航天、数控机床、输变电设备、电子信息及元器件、汽车、冶金煤炭化工重型装备、工程机械、石油装备等产业的集群整合、加速发展。该区域为 2010 年与海南、新疆、重庆、广西、安徽并重的区域热土之一。根据目前的市场氛围，我们建议关注以稳健和激进两中策略布局该区域：

稳健策略：中国西电、广电网络、大禹节水、敦煌种业、秦川发展、航空动力、航天动力、西飞国际；激进策略：西安饮食、交大博通、西安旅游、开元控股、延长化建、亚盛集团、独一味、华天科技。重点关注：西安饮食、交大博通、航空动力、航天动力、西飞国际、中国西电、大禹节水、西安旅游、亚盛集团。

新疆区域：“不是特区的特区”

“两会”在即，市场期待已久的的新疆区域政策呼之欲出，新疆区域上市公司再度被热捧。继 2009 年西藏“314”事件和新疆“75”事件后，中央对新疆发展的重视程度达到了空前的政治高度。从《国务院关于进一步促进新疆经济社会发展若干意见》（2007 年国务院 32 号文件）、胡锦涛总书记 2009 年 8 月在新疆维吾尔自治区干部大会上的重要讲话精神、2009 年 11 月份国家各部委 400 人考察团在新疆密集调研，到今年 1 月中共中央政治局常委、中央政法委书记周永康召开新疆经济工作专项会议，中央振兴新疆的政策预期已有了清晰的脉络。

考虑到新疆独特的地缘政治地位、以及西部大开发的长期性和艰巨性，新疆在国家西部大开发战略中具有高度优先地位。我们认为，新疆的发展不仅关乎中国经济持续发展的能源资源和对外合作，而且关系民族团结和边疆稳定的政治大局，这是其他地区所不具有的角色定位。因此，我们预期新疆将在所有区域发展战略中最突出的位置。随着中央新疆工作会议召开的日程临近，新疆成为“不是特区的特区”，已是“万事俱备，只欠政策东风”。

基于受益政策刺激的预期，我们本次再度发掘的热点标的为：新疆城建（600545）、友好集团（600778）、广汇股份（600256）、青松建化（600425）、中泰化学（002092）、新疆众和（600888）、新赛股份（600540）、新农开发（600359）、天富热电（600509）。

围绕“国务院 6 措施促调整”政策核心点寻找投资机会

国务院总理温家宝 24 日主持召开国务院常务会议，研究部署进一步贯彻落实重点产业调整和振兴规划。此次国务院常务会议实际是针对“两会”前的经济环境为全年调控政策定调，凸显了全年产业政策基本导向。我们从 6 大措施总结出了政策核心点，并基于产业政策导向对市场投资逻辑的传导效应，从政策支持力度的着力点发掘受益产业，具体如下：

1、继续实施家电下乡和汽车、家电以旧换新政策，扩大补贴产品范围，支持新能源汽车示范推广。以电动车为主导的新能源汽车无疑是率先受益的。

2、建设先进制造业基地和现代产业集群。推动电子信息、轻工、纺织等产业向中西部地区加快转移。以关中-天水、成渝、武汉及长株潭、皖江城市带为核心的中西部经济区，正是先进制造业基地、现代产业集群的沃土，这些区域的电子信息、装备制造（优势是军工）将迎来加速发展的历史性机遇。

3、压缩和疏导过剩产能，加快淘汰落后产能，引导产业健康发展。坚决控制钢铁、水泥、电解铝、焦炭、电石等行业产能总量。建立钢铁行业碳排放考核指标体系和汽车产品节能管理制度，启动石化行业低碳技术示范工程建设。由此，宝钢股份、南钢股份等在节能减排中实施 CDM 项目的上市公司必然受益。

4、力推进企业兼并重组，提高产业集中度和企业竞争能力。十大产业振兴规划所推

进的行业整合将提速，央企整合、地方国资跨区域整合将成亮点。

5、加强关键领域和重要环节的技术改造，提升优化传统产业，夯实发展战略性新兴产业的基础。在生物技术、节能环保、新能源和新材料领域有核心技术优势的上市公司值得深度关注。就相对成熟高新技术产业化的市场预期而言，LED 产业的核心企业（三安光电、士兰微、德豪润达、长电科技）、TFT-LCD 及偏光片生产企业（莱宝高科、彩虹股份、京东方、深纺织）、生物医药、新材料优势企业（薄云新材、安泰科技、中科英华、时代新材、深圳惠程）、生物育种（登海种业、敦煌种业、亚盛集团、丰乐种业、隆平高科）正在被市场发掘。

6、深化改革，研究建立促进调整结构和转变发展方式的体制、机制。在此方面，有针对性的区域振兴仍将被市场反复发掘。

《关于加快发展体育产业的意见》：小荷才露尖尖角

体育产业属于现代服务业，具有吸纳就业能力强的特点。发展体育产业不仅是提高体育产业总量指标的增长，更重要的是体育产业在解决就业人口和扩大就业机会方面对社会经济的贡献日渐凸显。在新的历史时期，努力扩大就业人口数量、创造就业机会对构建和谐社会具有特殊重要的意义。我们预期，《关于加快发展体育产业的意见》在扶植体育产业的同时，将充分发挥体育产业在吸纳就业人口方面的主渠道作用，把扩大就业人口数量作为体育产业发展的战略重点。

从政策导向来看，中央政府明确提出，要引导文化娱乐、教育培训、体育健身、卫生保健等产业的发展，满足服务性消费需求。《中共中央国务院关于进一步加强和改进新时期体育工作的意见》（中发〔2002〕8号）明确指出要“大力发展体育产业，积极培育体育市场，为扩大内需、促进就业、拉动经济增长、实现现代化建设发展目标做出应有的贡献”。体育产业的发展程度已经成为衡量一个国家经济与文化发展水平的重要标志。加快体育产业的发展是牢固树立和全面落实科学发展观的具体表现，也是在社会主义市场经济条件下促进我国经济发展和精神文明建设的迫切要求。去年奥运会后，我国体育产业迎来了快速发展期。2009年10月1日《全民健身条例》正式实施，全民健身蔚然成风，激发了蕴藏在广大群众中的巨大体育消费需求，有力促进了大众化体育产品和服务供给。

上市公司层面，放眼A股市场，仅有三家中体产业（600158）、信隆实业（002105）、探路者（300005）主营体育用品的上市公司。除了2009年登陆创业板的户外体育服装用品经营商探路者经营良好（年报显示其全年实现净利润约4289万元，同比增长68.13%）之外，其余两家公司主营业务在体育产业中依然呈现“边缘化”态势，即使是中体产业这样“根正苗红”的体育产业上市公司，也难耐产业“边缘化”的尴尬而将绝大部分精力投向了房地产！此外，西藏旅游（600749）、青岛双星（000599）、北巴传媒（600386）等涉足体育产业上市公司，其体育业务占主营业务的比重极低。值得注意的是，李宁、安踏、鸿星尔克、匹克、特步、361度等一批优秀的成长性体育产业企业，借道境外资本市场迅速成长起来。而德尔惠、泰山集团（体育赛事赞助商）、中国武术职业联赛（WMA）俱乐部都在筹备境外上市。

投资策略上，由于A股市场投资标的有限，建议优选成长确定的探路者（300005），次选中体产业（600158）、信隆实业（002105）。西藏旅游（600749）、青岛双星（000599）、北巴传媒（600386）等涉足旅游产业的公司也将分享体育产业发展的盛宴，青岛啤酒

(600600)、*ST 伊利(600887)等持续赞助大型体育赛事的企业也将通过品牌强化而受益。

四、行业研究观点

航空：春运黄金周航空客运录得喜人增长

2010 春运黄金周航空旅客运输量同比 2009 年春运黄金周增长 19.5%：据民航总局公布，2010 年春节假期（2 月 13 日-2 月 19 日）中国民航共执行航班 37027 班，比 2009 年春节假期增长 14.7%，航空旅客运输量 478 万人，比 2009 年春运黄金周增长 19.5%。

2010 年春运黄金周航空旅客增速为历史较高水平：根据我们统计的 2003 年至 2010 年 8 个春运黄金周航空旅客吞吐量数据，2010 年春运黄金周航空旅客吞吐量接近 20% 的同比增速为历史上较高的增长水平，较 2009 年、2008 年春运黄金周增长情况显著改观（2004 年春运黄金周同比 2003 年春运黄金周旅客吞吐量增长 13.55%；2005 年春运黄金周同比 2004 年春运黄金周旅客吞吐量增长 13.86%；2006 年春运黄金周同比 2005 年春运黄金周旅客吞吐量增长 28.78%；2007 年春运黄金周同比 2006 年春运黄金周旅客吞吐量增长 25.25%；2008 年春运黄金周同比 2007 年春运黄金周旅客吞吐量增长 -0.27%；2009 年春运黄金周同比 2008 年春运黄金周旅客吞吐量增长 8.11%）。

预计 2010 年 2 月份航空旅客吞吐量增速较高：2009 年春运黄金周为 1 月 25 日至 1 月 31 日，春运高峰客流集中在 1 月份，考虑到基数效应以及 2010 年春运自身的内在增长，预计 2 月份航空旅客吞吐量将录得较高增速。

春运黄金周旅客吞吐量的增速较快进一步确认了航空需求端的健康，航空业供需格局处于进一步改善的进程，维持行业“增持”投资评级，建议投资者继续超配航空股，重点超配中国国航、ST 东航、南方航空。

化工：磷化工行业开始复苏

2009 年全球磷化工产品价格先跌后升，全球磷化工行业也经历了从景气——低谷——复苏的过程。09 年全球磷肥价格低迷，在三大肥料中最先完成去库存化，磷肥市场季节性好转启动时间提前至 09 年 10 月份。09 年 10 月至 10 年 2 月初磷铵价格累计涨幅 10%-40%；产量连创新高，自 9 月起连续 4 个月超过 160 万吨。根据我们测算，09 年末国内磷铵库存增量近 300 万吨，超过往年同期水平，价格恢复至 07 年水平。随着冬储接近尾声，我们预计 10 年春耕阶段磷铵国内需求量和价格均很难大幅上涨。10 年国内将有 500 万吨左右磷铵投产，在出口保持高关税，国际、国内需求无明显提高情况下产能过剩情况将愈加重，磷肥行业盈利能力处于低位。我们认为继国内磷矿石行业整合后，磷肥行业的整合即将展开。受全球磷肥行业和下游需求好转的影响，国内精细磷化工行业开始复苏。

09 年末至 10 年初，黄磷价格在需求转好和电力成本提高的双重推动下累计上涨近 40%，并带动下游磷酸、五钠等价格的上涨。磷化工下游合成洗涤剂产量连续保持高位。12 月黄磷、磷酸、五钠出口由于欧洲需求恢复均较前期有所增加。春节前国内磷化工价格小降，不改向好趋势。2 月起中国对磷肥征收 110% 出口关税，这将造成 2010 年全球磷肥的供应偏紧，国际二铵价格 09 年末至 10 年 2 月中旬累计上涨 100-120 美元/吨，最终将带动整个磷化工产业链价格上涨。国内生产精细磷酸盐的企业因为产

品可以自由贸易而直接受益。磷酸盐产业链中的瓶颈将主要体现在黄磷环节。我们维持磷化工行业中的精细磷化工子行业“增持”评级，维持磷肥行业“中性”评级，重点关注兴发集团和澄星股份。

电信：3G+Wi-Fi 混合组网已经成为明确的产业趋势

中国联通、中国电信和中国移动各自公布 2010 年 1 月的用户发展数据显示：一、中国联通移动用户本月增加 166.2 万户，环比增加 6.54%，其中 2G 用户数净增 80.9 万户，3G 用户数净增 85.3 万户，3G 新增用户中包含 3.05 万上网卡用户；宽带用户净增 96.5 万户，环比增加 340.64%；固网业务用户减少 30 万户，环比下降 85.78%。二、中国电信移动用户本月增加 305 万户，总数达 5914 万户，移动用户净增数环比略有下降但仍处高位；固网用户减少 190 万户，环比下降 24.90%；宽带用户新增 79 万户，环比增加 27.42%。三、中国移动新增用户 511.5 万户，环比增加 20.69%；其中新增 3G 用户 49 万户，环比增加 13.43%。

我们认为：一、中国移动 3G 用户数放缓主要是口径的变化，是否包含非活跃用户数据相差较大；中国电信仍然不单独披露 3G 用户数；中国联通 3G 用户数发展平缓。二、发展 3G 用户需要在整个产业链上进行努力：降低终端的价格；引入 Wi-Fi 网络和 Femtocell 家庭基站降低流量费 and 解决 3G 网络拥堵状况；提高业务吸引力。其中核心瓶颈是降低流量费的价格。三、三大运营商都开始建设 Wi-Fi 网络，3G+Wi-Fi 混合组网已经成为明确的产业趋势。其中中国电信明确提出互联网四通道 3G 手机战略，不断建设和优化其 Wi-Fi 网络，并且开始改变其低端市场发展为主的策略，向高端市场进攻。Wi-Fi 网络的建设和运营将成为电信运营商之间竞争的决胜因素。四、在整体市场竞争格局没有明确改变的情况下，中国移动虽然优势降低但实际上仍然维持着原来的主导地位，以延缓监管部门推出“携号转网”等更加严厉的监管政策的进程。

服装纺织：我国居民服装消费特征分析

中国的服装行业即将进入下一个黄金十年。

市场需求方面，从存量来看，25-29 岁、35-45 岁人群具备最强购买力，是商家最为重视的目标客户；增量来看，城镇化率稳步提高的背景下，潜在农村居民消费能力被逐步释放，至 2030 年我国服装市场容量都将以平均每年至少 10% 的速度增长。中长期来看，我国品牌服装企业生存的环境非常有利，在零售终端环节有较高市场地位和话语权的企业将更值得关注。

我国地域广阔、城乡差异大、收入水平不均衡，不同地区、不同收入水平的居民呈现不同消费特征，比如：1、近几年我国居民收入水平已有整体提升，4-10 万元收入水平的城镇居民数量呈明显增长态势；2、城镇居民拥有比农村居民更好的消费环境、消费欲望更强；3、居民衣着支出占收入的比重并非与其收入水平成正比例关系；4、不同城市居民衣着消费需求不等，部分二、三城市甚至超过一线城市；5、25-29 岁、35-45 岁人群具备最强消费需求，仍是商家竞相争夺的目标市场。

上述消费特征表明，我国居民收入结构已发生明显变化，“有钱人”越来越多、城镇人口越来越多，为服装需求的扩大和消费升级奠定了良好物质基础；而看居民的消费欲望，二、三线城市的商机或许较一线城市更多，特别是如内蒙古、新疆、河南、山西、宁夏、东三省等地居民，有着我们所低估的消费潜力。新年伊始，1 月份的纺织

服装出口数据让市场有些犹豫，预期出口增速快速回升的局面未能如愿实现，市场开始担忧全年的出口形势是否如年前预期的那般乐观，但出口形势的不确定性反而衬托出内销市场更多、更确定的投资机会。

商贸：“八虎将”，虎年生威

2010年春节黄金周期间，全国消费品市场热火朝天，2月13日至19日期间，全国实现社会消费品零售总额3400亿元，同比增长17.2%，增速较08年春节增加了3.4个百分点。绝大多数省市区域销售情况都非常喜人，销售增速较09年同期也多有增长；分品类来看，食品、烟酒、鞭炮等传统年货销售火爆，通讯器材、金银珠宝、服装、家电等商品销售呈现快速增长。

根据我们与上市公司的沟通，许多公司反映今年促销力度较去年有所减少，但销售情况较去年有明显提升，有不少公司收入增长在40%-50%以上。在成功渡过08年经济危机后，随着消费利好政策的连续出台、城镇化推动的消费基数扩大和富裕人群的强大购买力的释放，2010年消费稳健持久的增长似乎成为虎年诸多不确定性中为数不多的确定因素。

中国零售行业集中度低、企业规模较小，行业整合将提升龙头企业价值；而在子业态选择当中，百货仍是我们的首选业态，行业未来的利润增长点在于整合增效和体制改革；CPI转正成为超市行业看点之一，但是国内公司整体竞争力弱于强势外资企业；家电行业受国家调控房地产政策影响较大，但在家电下乡和以旧换新政策推动下，行业需求增长仍可期待，我们预计行业将呈现前高后低走势。

零售股目前的估值水平充分反映了在2010年偏消费政策导向及行业全面复苏的背景下，投资者对于消费类股票的偏好程度上升。而在此估值前提下，我们认为投资者会更加关注行业真实业绩成长，唯有具备高速增长性的公司才能最快的稀释目前较高的估值水平。推荐零售“八虎将”：大商股份、成商集团、南京中商、王府井、鄂武商、重庆百货、欧亚集团、武汉中百。

旅游：虎气冲天，春节黄金周旅游市场火爆

2010年春节黄金周旅游市场火爆，全国各地假日旅游消费大幅上扬，全国旅游市场正逐步恢复。截止至2月19日，全国共接待游客1.25亿人次，比09年春节黄金周增长14.8%；实现旅游收入646.2亿元，同比增长26.9%。

39个重点旅游城市接待游客5151万人次，同比增长12.4%。高速铁路和高速公路通车里程的迅速增加，极大地促进了中心城市间的客流互动。春节黄金周期间，城市了旅游和区域旅游成为突出现象。川渝之间自驾车平均每天达到80万台次之多；四川主要景区接待游客的三分之二为来自省内及周边地区的自驾游客。

从热点线路来看，传统的热点地区仍是春节黄金周的游客聚集区域，南方的海南、云南、东北的冰雪旅游景区都迎来游客高峰。受国际旅游岛建设的刺激下，海南旅游极度升温，黄金周期间三亚市旅游总收入21.56亿元，同比增长71.33%。黑龙江、吉林等地的冰雪旅游景区也同样火爆，接待游客人数同比增长15%以上。

在旅游目的地选择上，随着旅行社包机旅游的成熟，游客选择余地更加多元，台湾、欧洲、东南亚以及澳大利亚，甚至非洲旅游都成为今年春节黄金周的热销线路。春节

期间,赴台旅游的大陆游客达到 3.5 万人次,比去年同期增长了 169%。出境游消费档次进一步提升,京沪等地旅行社推出的境外旅游线路价格比去年春节平均上涨 20%左右。上市公司的景区普遍保持稳定增长,其中峨眉山、乐山大佛、银子岩风景区累计接待游客人数同比增长 40%以上,门票收入增长达到 20%。

银行:存款继续活化,议价能力逐步体现

事件:2月11日,中国人民银行发布1月数据,当月人民币各项贷款增加 1.39 万亿元。广义货币供应量(M2)余额为 62.51 万亿元,同比增长 25.98%,增幅比上年末低 1.7 个百分点;狭义货币供应量(M1)余额为 22.96 万亿元,同比增长 38.96%,增幅比上年末高 6.61 个百分点。

1、一般贷款创单月新高,流动性仍然充裕

1 月份,人民币贷款新增 1.39 万亿,如扣除票据融资(减少 1809 亿元),一般贷款实际增加 1.57 万亿,高于 09 年所有单月的一般贷款增量。09 年一般贷款增加最多的两个月为 3 月份和 9 月份,增量均为 1.52 万亿。流动性充裕的其他证据:1)当月外币贷款增加 94 亿美元,而存款仅增加 7 亿美元,即其中 87 亿美元(约 600 亿人民币)相当于本币贷款而衍生为本币存款;2)当月 M2 增量为 1.89 万亿元,仅略低于 09 年 1 月、3 月、6 月 2 万亿元出头的规模,而如果加上财政存款增加的 3968 亿元,则实际的货币增量为 2.28 万亿元。

另外,在财政存款增加明显高于现金(财政存款增加 3968 亿元,现金增加 2554 亿元)的情况下,1 月份 M2(不含财政存款,含现金和券商保证金)的增加仍远高于存款(M2 增加 1.89 万亿元,存款增加 1.51 万亿元),这或从某种程度上表明了储蓄存款的搬家。

2、M1 增速进一步提高,存款活期化趋势明显

1 月份, M1 增速继续提高,增幅比上年末提高 6.61 个百分点,至 38.96%。与此同时, M1、M2 剪刀差继续扩大,至 11.98 个百分点。亦即,货币活跃程度有进一步提高的迹象。从另一个角度看,当月 M1 增量为 9598 亿元, M2 增量为 1.89 万亿元, M1 增量占 M2 增量的比例为 51%,显著高于存量部分 37%的占比。存款活化的第一个含义,在于货币内生能力,进而是经济内生能力的增强。存款活化的第二个含义,在于银行存款付息成本的进一步下降。当然,负面的解释,则是可能引发经济过热的担忧。

电力:春节及低基数致用电量大幅增长

春节假期及低基数影响,致用电量大幅增长 40.14%。1 月份全社会用电量为 3531.38 亿千瓦时,同比大幅增长。受春节假期影响,2010 年 1 月份工作日数较 2009 年多了 7 天。按照 09 年 1 月份第二产业日均用电量为 70 亿千瓦时/天左右计算,7 天时间用电量共减少 490 亿千瓦时左右,即贡献了约 49%的用电量增量。另外,受金融危机的影响,09 年初用电量水平处于较低水平,1-2 月份累计用电量同比增速为-5.2%,两者因素导致用电量大幅增长。同样地,受春节假期因素影响,我们预计 2010 年 2 月份用电量增速将大幅降低,其第二产业用电量或将面临个位数增长。

总装机容量增长延续 09 年水平。1 月份累计装机容量同比增长 10.8%,略高于 09 年总装机容量 10.23%的增长率,其中水电、火电、风电的装机容量增长率分别为 14.2%、

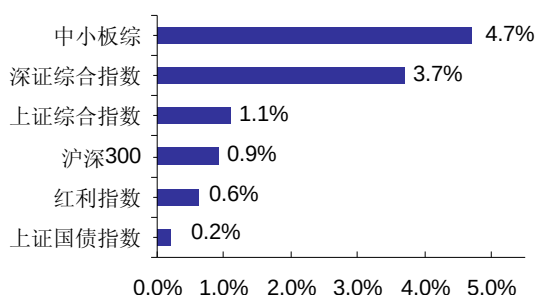
8.7%、106.1%。09 年累计新投产装机容量为 8970 万千瓦，根据年底在建电源规模来看，在建容量依旧维持高位，我们预计 2011 年开始火电新投产装机才有明显降低的趋势，2010 年火电新投产装机略微低于 09 年水平，预计 2010 年水电新投产装机略低于 09 水平，而风电将继续保持高速增长。因此，我们预计 2010 年新投产装机容量总体保持 9000 万千瓦。

火电单月利用小时数大幅增长，创 08 年以来的新高。1 月份全国机组平均利用小时数为 416 小时，同比增加 90 小时；其中，火电利用小时数为 479 小时，同比增加 126 小时。与用电量大幅增长类似，春节假期与低基数因素贡献大部分增量；另外，受寒潮天气影响，热电发电量增长约 27%，而水电发电量减低，更是增加了火电的出力。煤价开始季节性下跌。由于电煤市场供需情况改善以及季节性因素影响，秦皇岛价格连续下降，目前价格较最高峰值跌幅达 10%-20%。考虑到山西整合煤矿的产能释放缓慢，其它省份将进行煤矿整合，预计煤价下挫空间有限。

五、市场回顾与数据监测

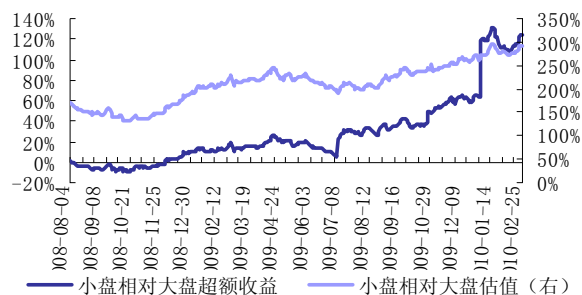
A 股市场、行业表现指数回顾

图 31 一周 A 股市场指数表现



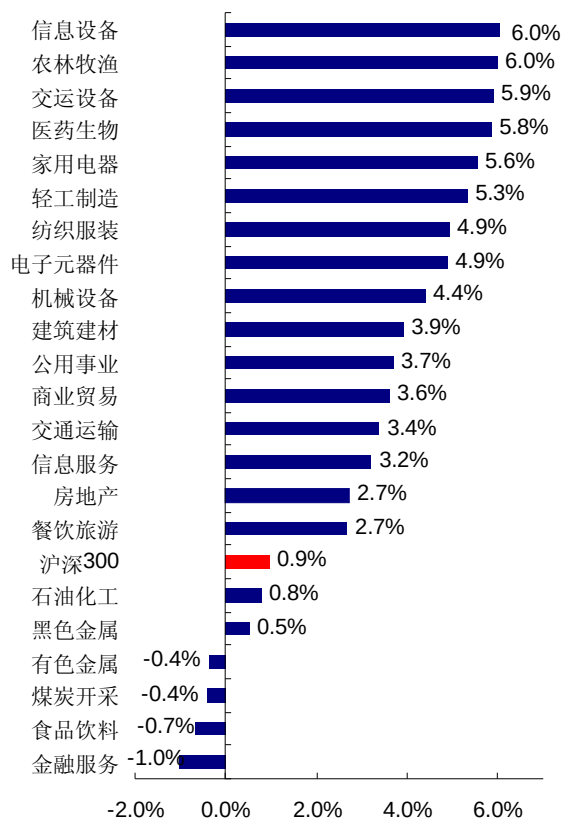
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 32 大小盘股收益及估值对比



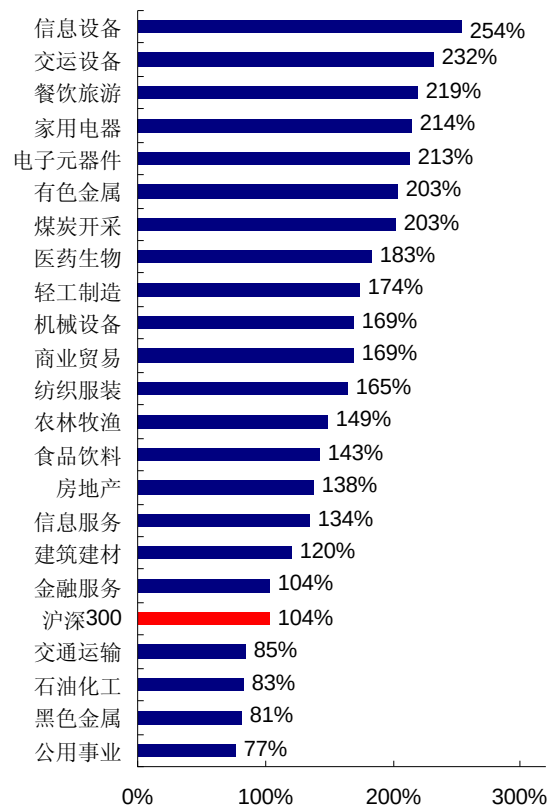
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 33 一周行业涨幅



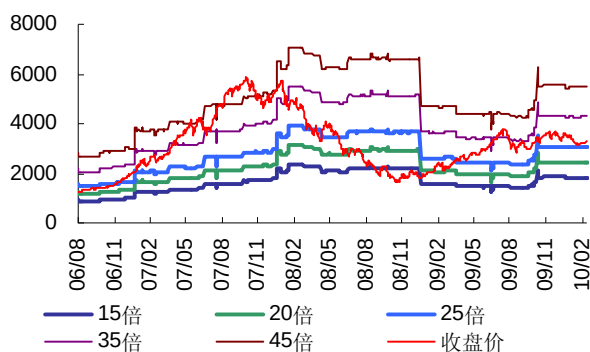
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 34 1664 点以来行业涨幅



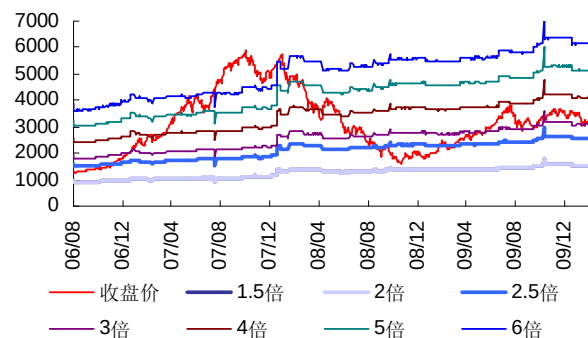
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 35 上周沪深 300 静态 P/E 位于 27 倍左右



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 36 沪深 300PB 位于 3.2 倍左右



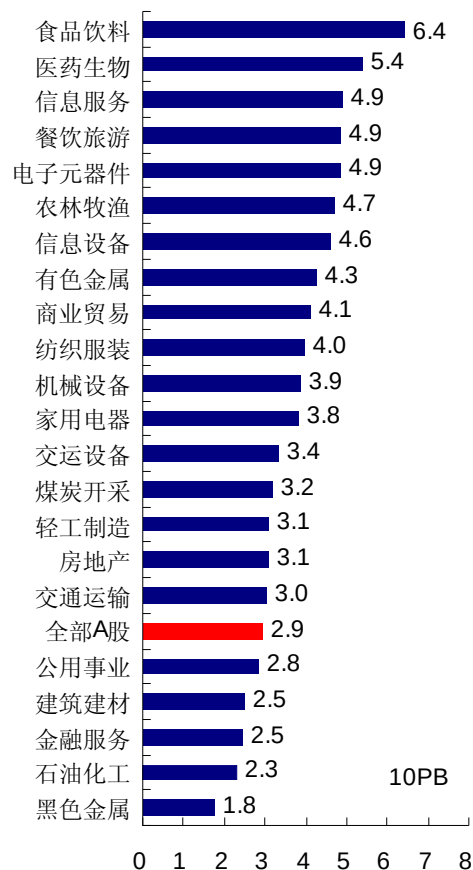
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 37 2010 年一致预期各行业的 PE 分布



资料来源：朝阳永续一致预期，华泰联合证券研究所

图 38 2010 年各行业的 PB 分布



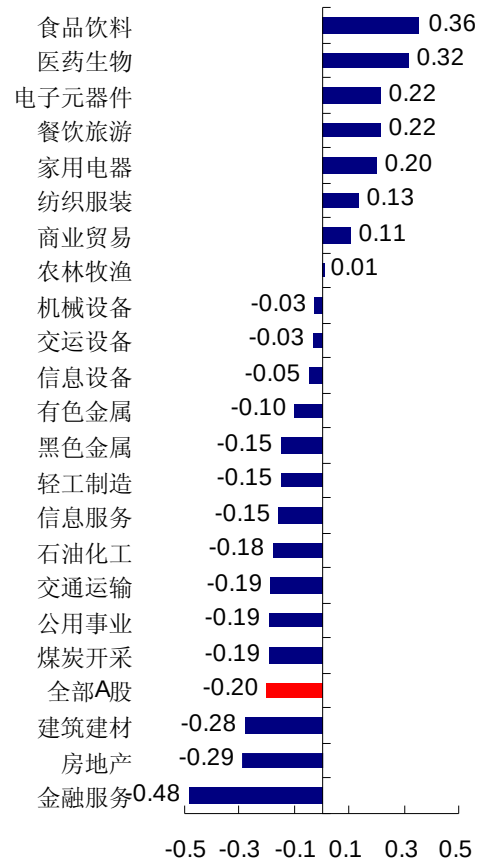
资料来源：朝阳永续一致预期，华泰联合证券研究所

图 39 2010 年一致预期各行业 P/E 的历史溢价



资料来源: Wind, 朝阳永续, 华泰联合证券研究所

图 40 2010 年各行业 PB 的历史溢价



资料来源: Wind, 朝阳永续, 华泰联合证券研究所

图 41 2010 年各行业相对 P/E 的历史溢价



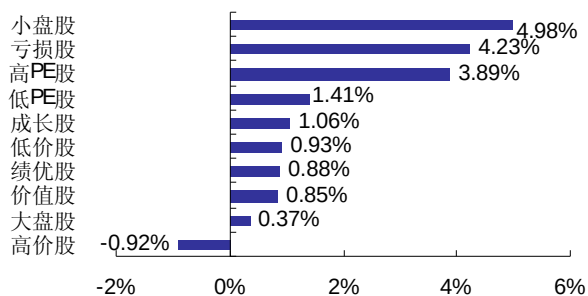
资料来源: Wind, 朝阳永续, 华泰联合证券研究所

图 42 各行业相对 P/B 的历史溢价



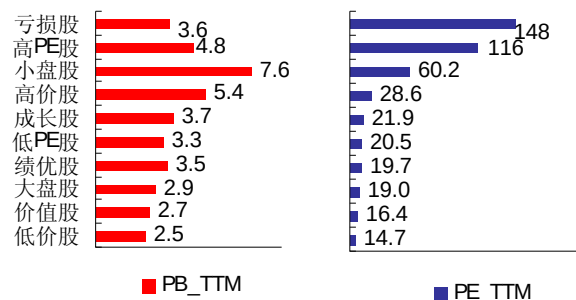
资料来源: Wind, 朝阳永续, 华泰联合证券研究所

图 43 市场风格指数一周涨跌



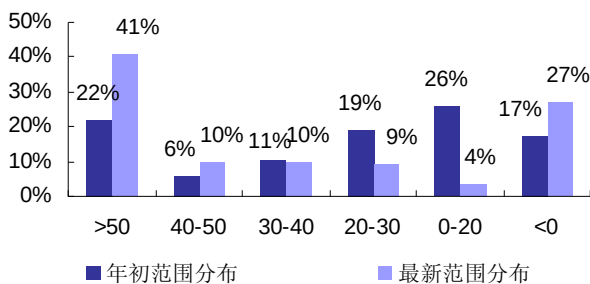
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 44 市场风格指数估值指标



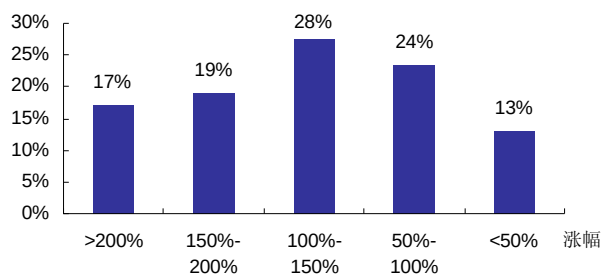
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 45 09 年以来的个股市盈率分布变化



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 46 09 年以来的个股涨幅分布



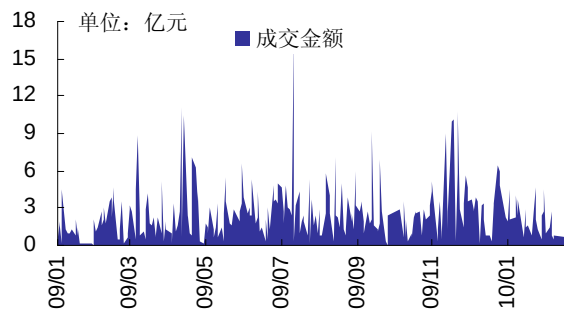
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 47 A 股市场换手率



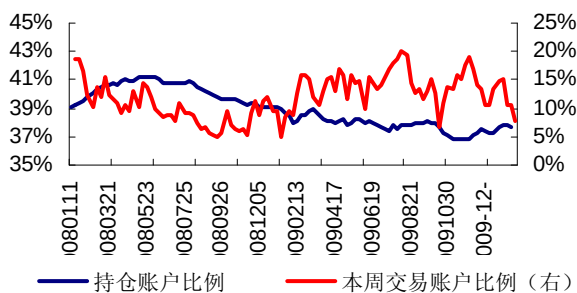
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 48 A 股市场大宗交易累计成交 6.56 亿元



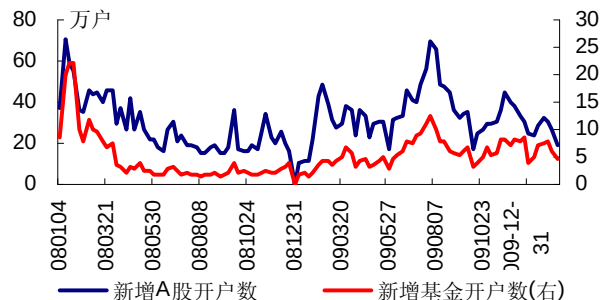
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 49 交易账户比例占 A 股账户的 7.9%，与前周持平（数据滞后一周）



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

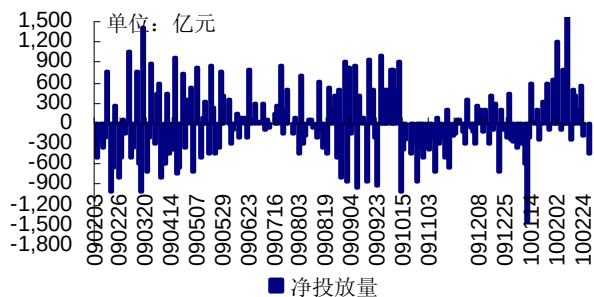
图 50 新增 A 股开户 19.1 万，新增基金 4.69 万户（数据滞后一周）



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

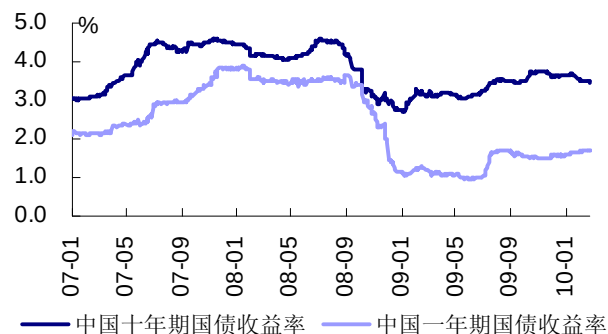
国内重要经济指标跟踪

图 51 上周累计投放资金 760 亿元，回笼资金 1370 亿元



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 52 中国 10 年期国债收益率略有下降



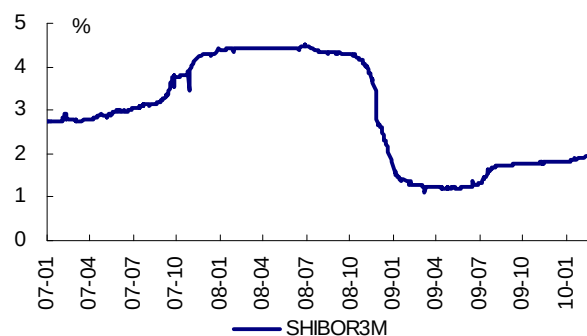
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 53 恒生 A-H 溢价指数回升至 119 点以上



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 54 Shibor3 月利率略有上升，至 1.94%



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 55 一年期 NDF 周末收报 6.65 点



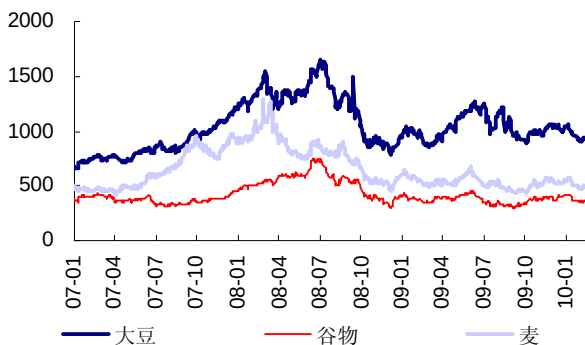
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 56 3 年期 NDF 维持稳定



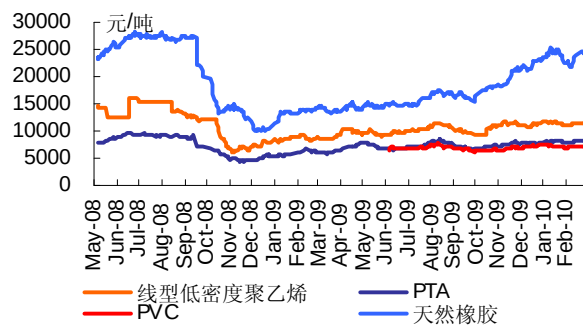
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 57 全球主要农产品期货价格



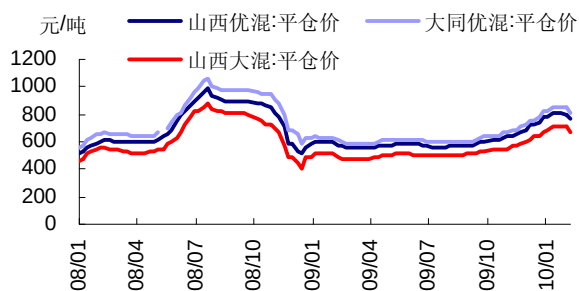
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 58 国内主要化工品期货价格有所上涨



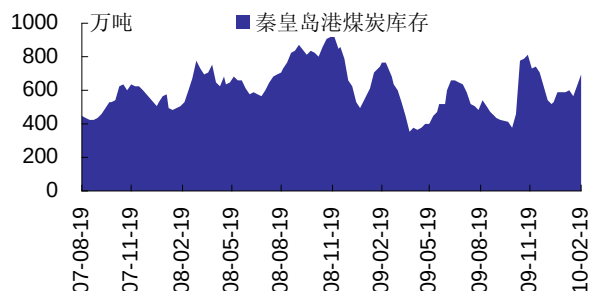
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 59 煤炭价格继续下跌



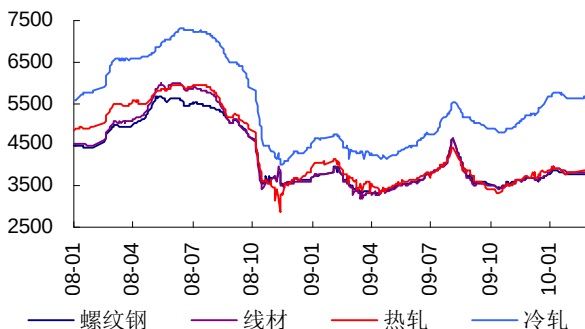
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 60 秦皇岛煤炭库存回升至 692 吨



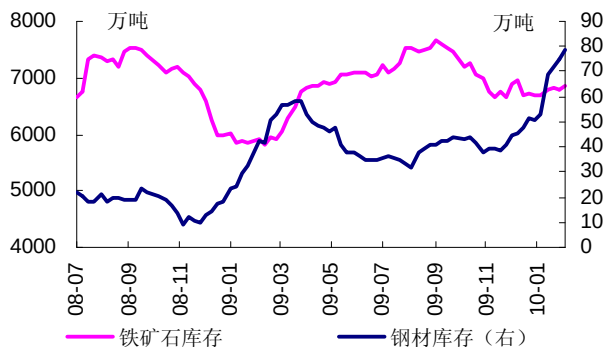
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 61 钢材价格普遍上涨



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

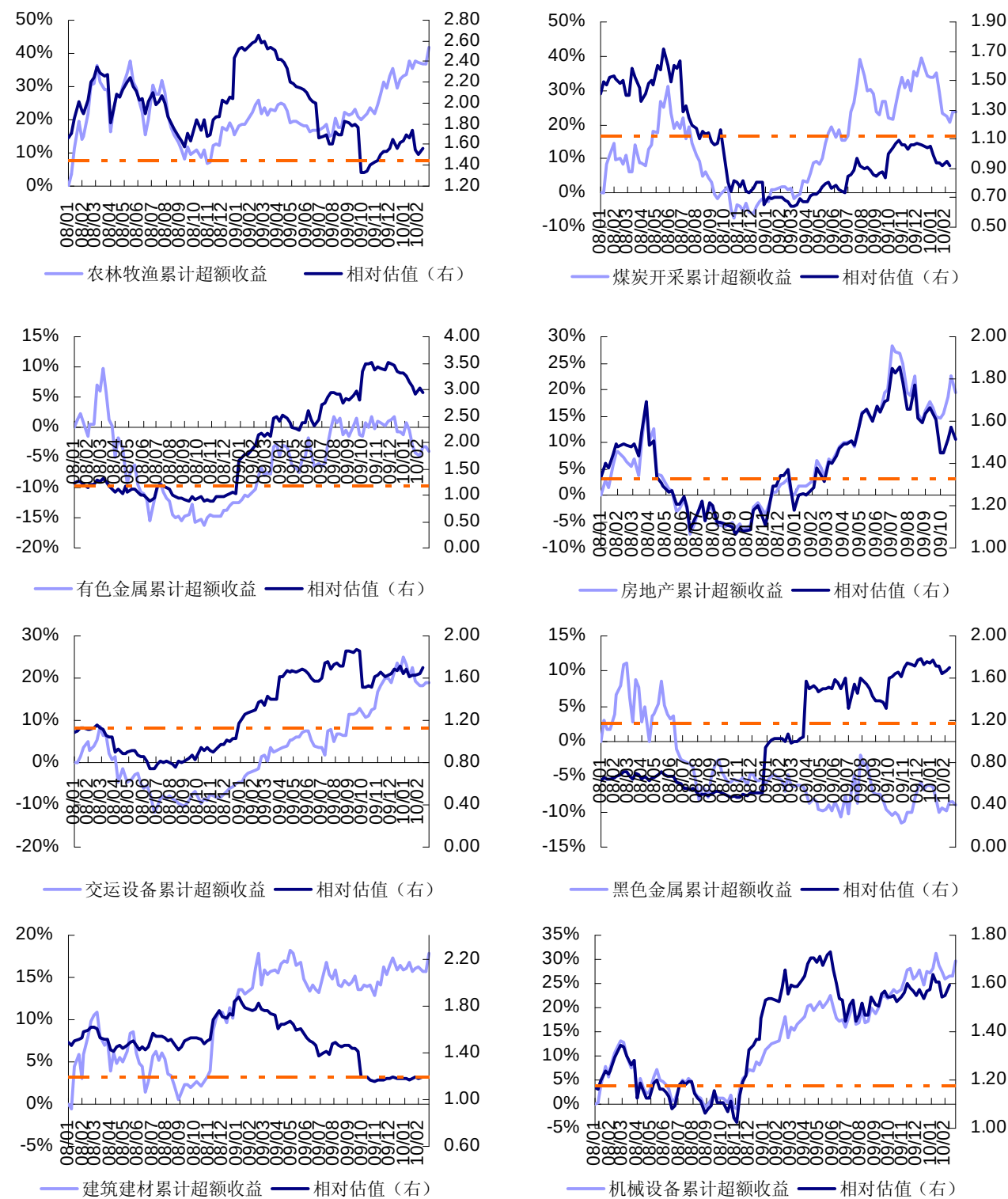
图 62 全国钢材铁矿石库存

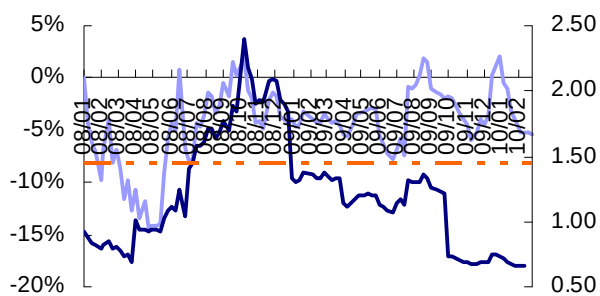


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

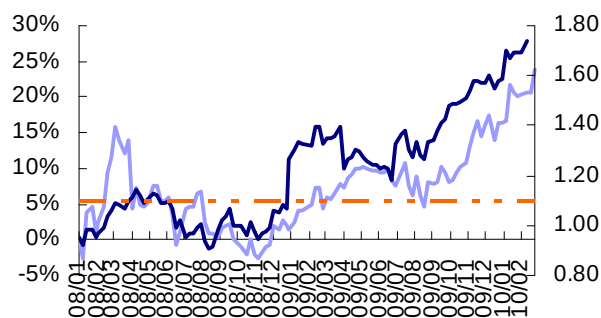
A 股市场行业相对大盘的超额收益和相对估值

图 63 各行业相对大盘超额收益和估值（图中虚线为相对 PE 的历史均值）

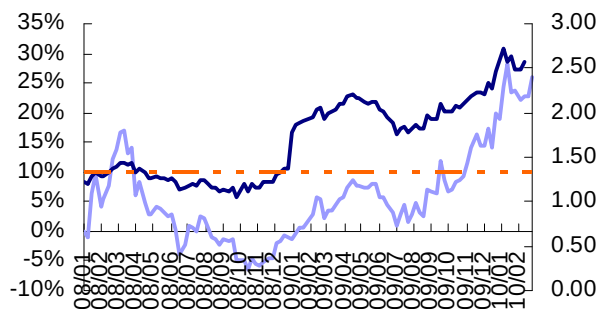




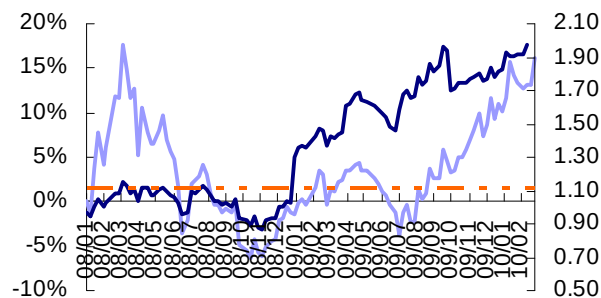
—— 石油化工累计超额收益 —— 相对估值 (右)



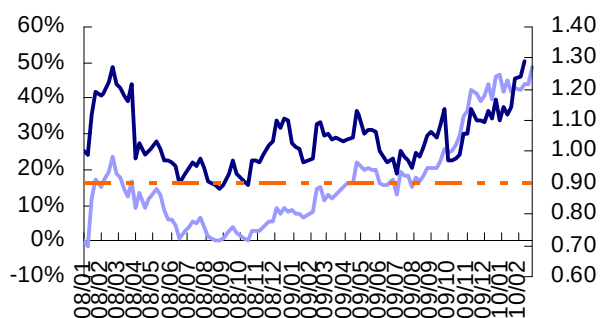
—— 纺织服装累计超额收益 —— 相对估值 (右)



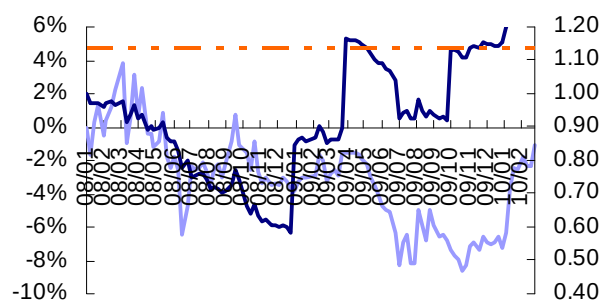
—— 电子元件累计超额收益 —— 相对估值 (右)



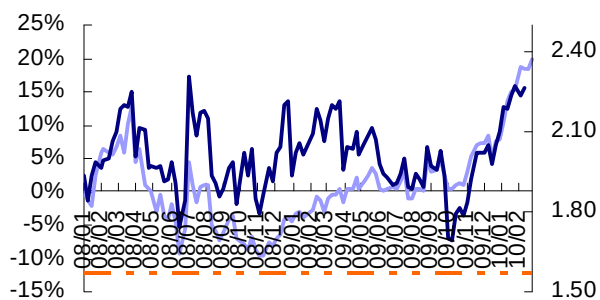
—— 轻工制造累计超额收益 —— 相对估值 (右)



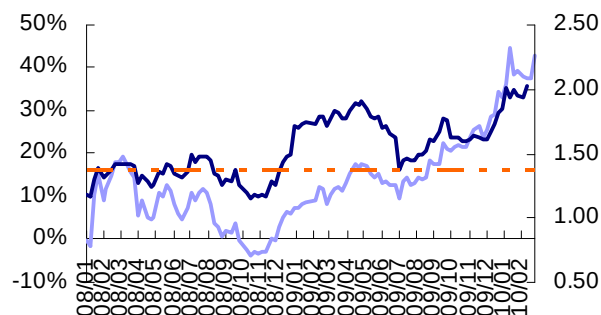
—— 家用电器累计超额收益 —— 相对估值 (右)



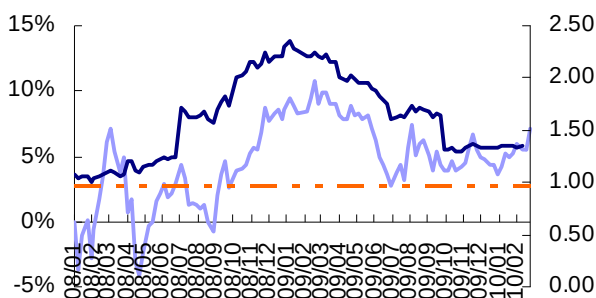
—— 交通运输累计超额收益 —— 相对估值 (右)



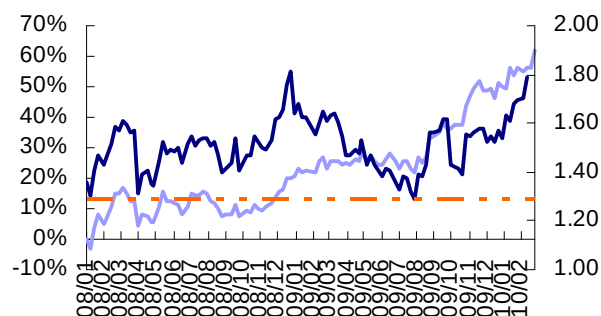
—— 餐饮旅游累计超额收益 —— 相对估值 (右)



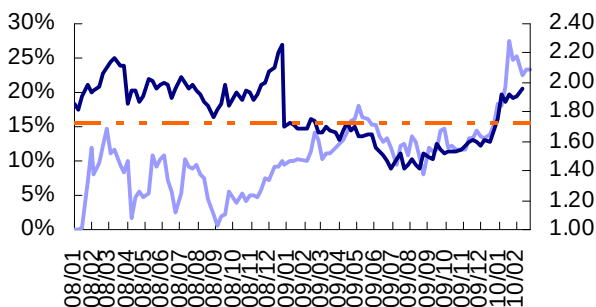
—— 信息设备累计超额收益 —— 相对估值 (右)



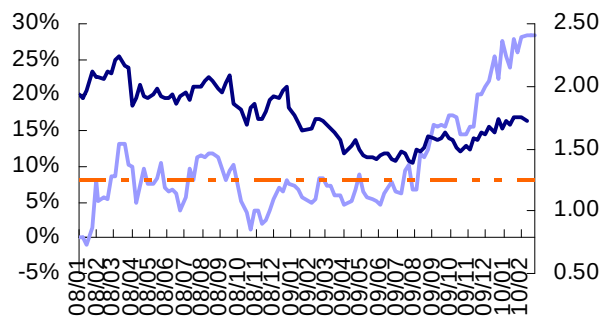
—— 公用事业累计超额收益 —— 相对估值（右）



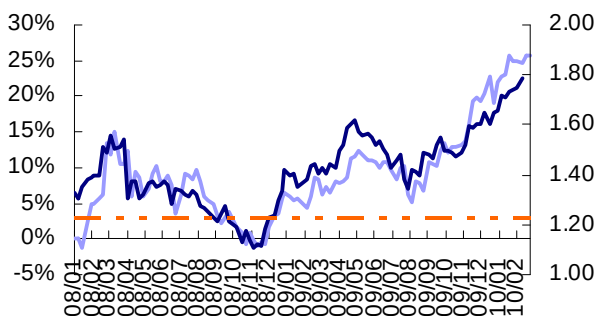
—— 医药生物累计超额收益 —— 相对估值（右）



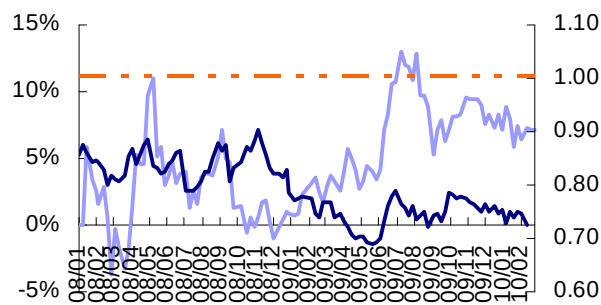
—— 信息服务累计超额收益 —— 相对估值（右）



—— 食品饮料累计超额收益 —— 相对估值（右）



—— 商业贸易累计超额收益 —— 相对估值（右）



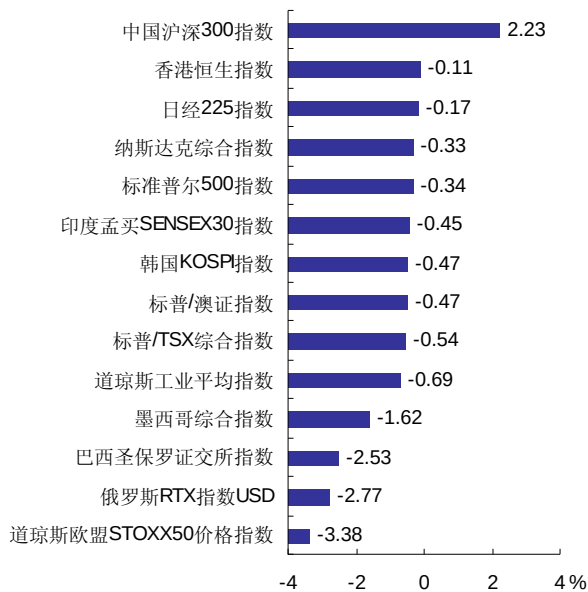
—— 金融服务累计超额收益 —— 相对估值（右）

资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

资料来源：Wind，Bloomberg，华泰联合证券研究所

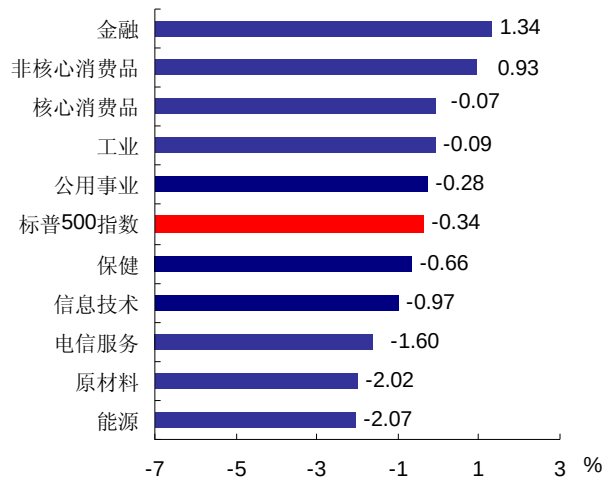
全球重要经济指标跟踪

图 64 全球主要股市一周涨跌幅



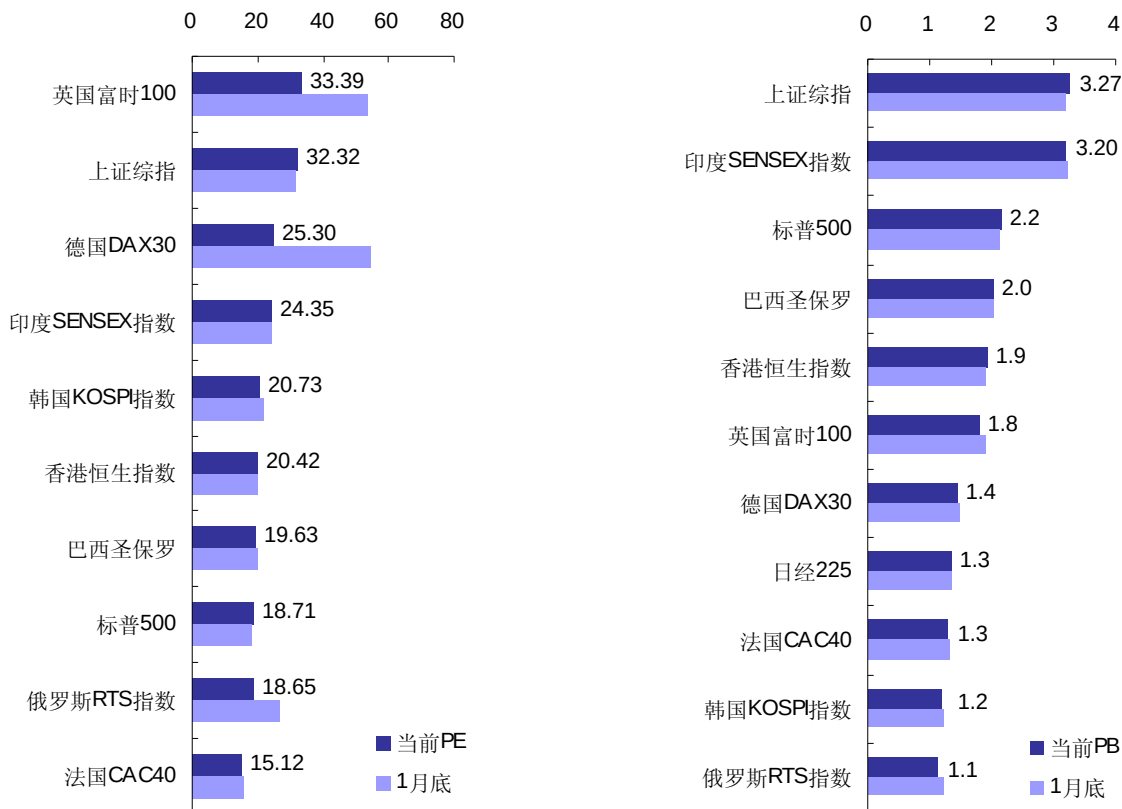
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 65 美股行业一周涨跌幅



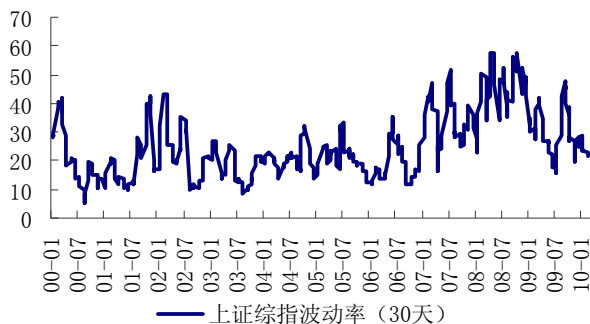
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 66 全球主要市场估值对比 (左图为市盈率, 右图为市净率)



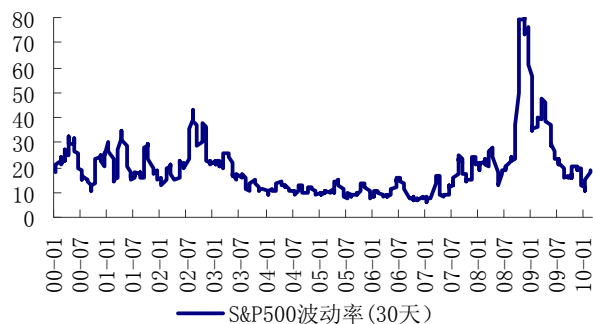
数据来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所整理

图 67 上证综指波动率



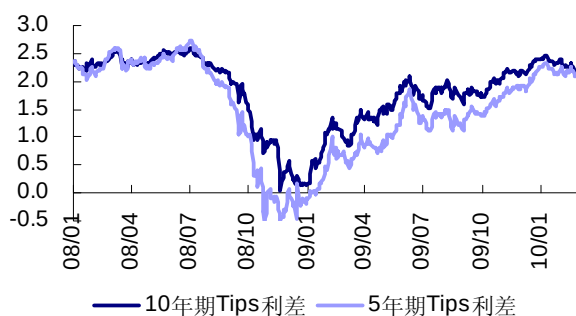
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 68 标普 500 波动率



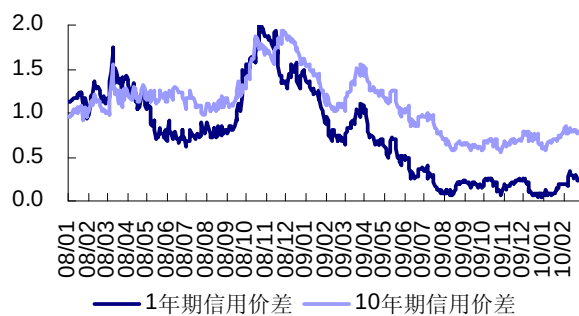
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 69 长期 Tips 利差下降了 5%



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 70 长短期信用价差



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 71 Ted 利差 (3 个月伦敦银行间市场利率与 3 个月美国国债利率差)

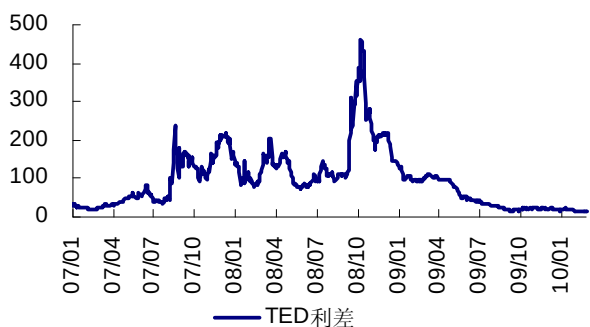
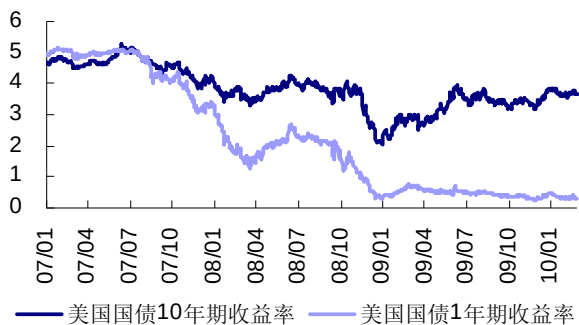


图 72 房地美 30 年房贷固定利率基本与上周持平, 在 5.00% 位置



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

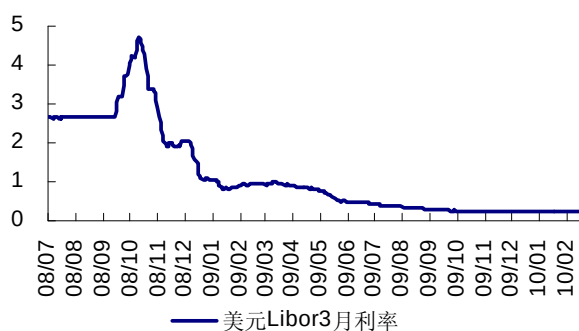
图 73 美国长、短期国债收益率本周有所下降



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

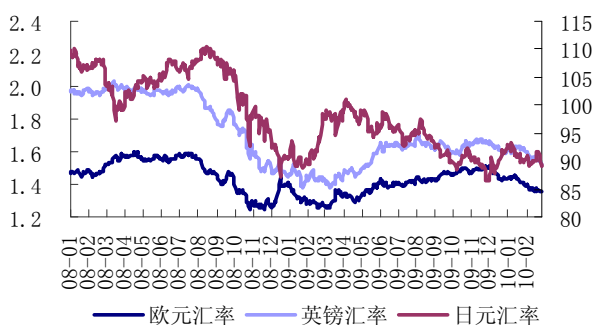
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 74 Libor 美元利率（3 个月）在 0.24%水平



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 75 汇率走势



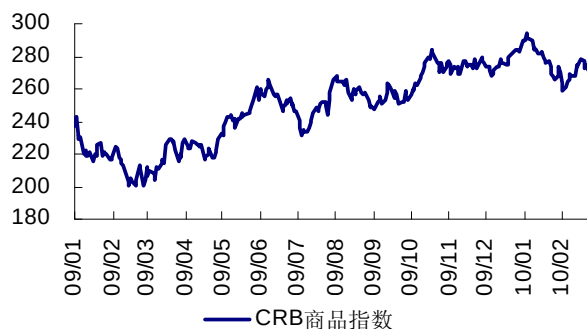
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 76 美元指数继续上升至 80.6



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 77 CRB 商品指数回升至 270 点上方



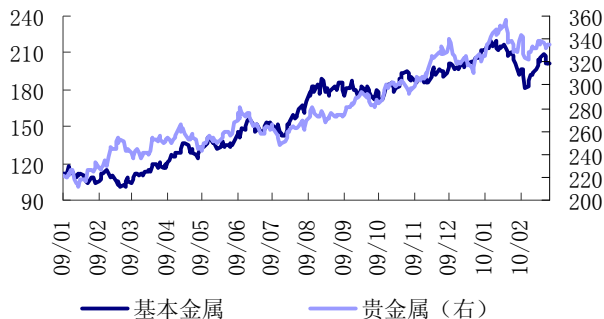
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 78 原油期货价格收于每桶 77.9 美元



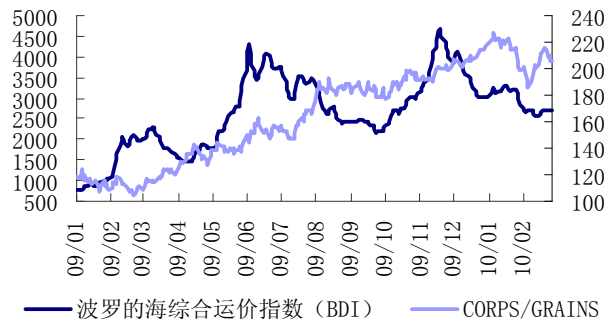
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 79 基本金属价格指数本周有所回落



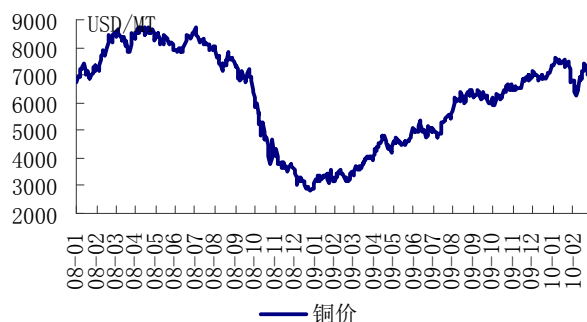
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 80 BDI 指数与上周持平, 收于 2711 点



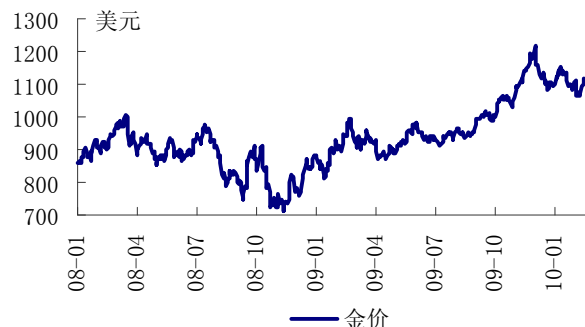
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 81 国际铜价回落至 7000 美元附近



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 82 本周金价持续上升至 1107 美元



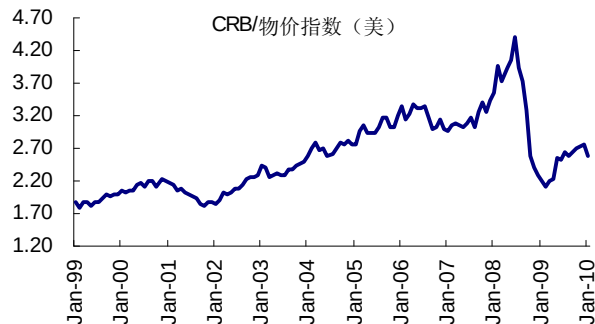
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 83 CRB/美元指数



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 84 CRB/物价指数 (美)



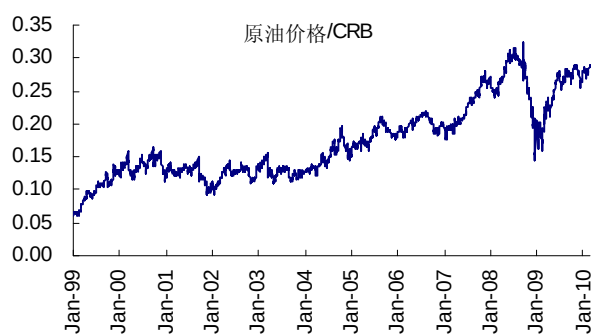
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 85 黄金价格/CRB 指数



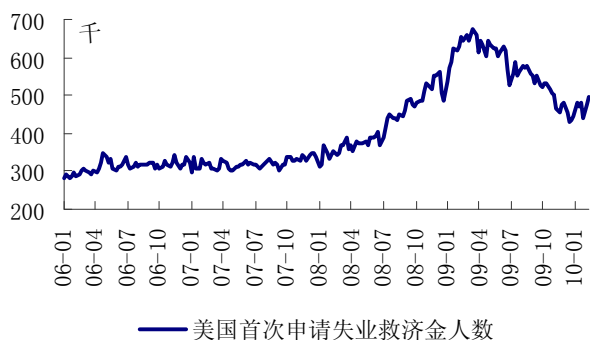
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 86 原油价格/CRB 指数



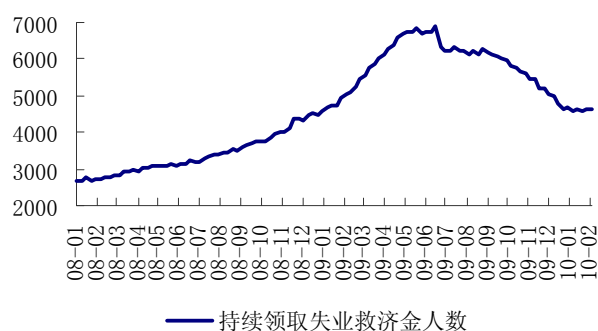
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 87 美国首次申请失业救济金人数



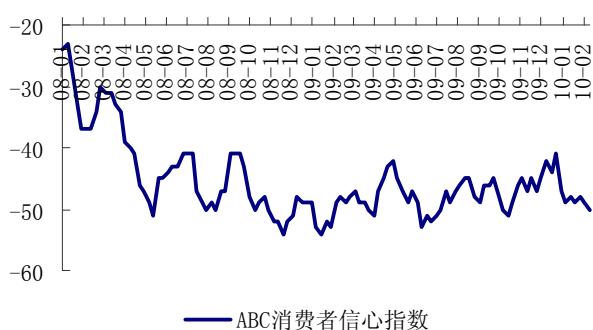
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 88 持续申请救济金人数



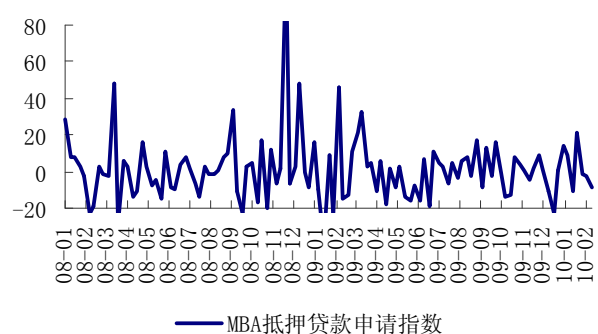
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 89 美国 ABC 消费者信心指数



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

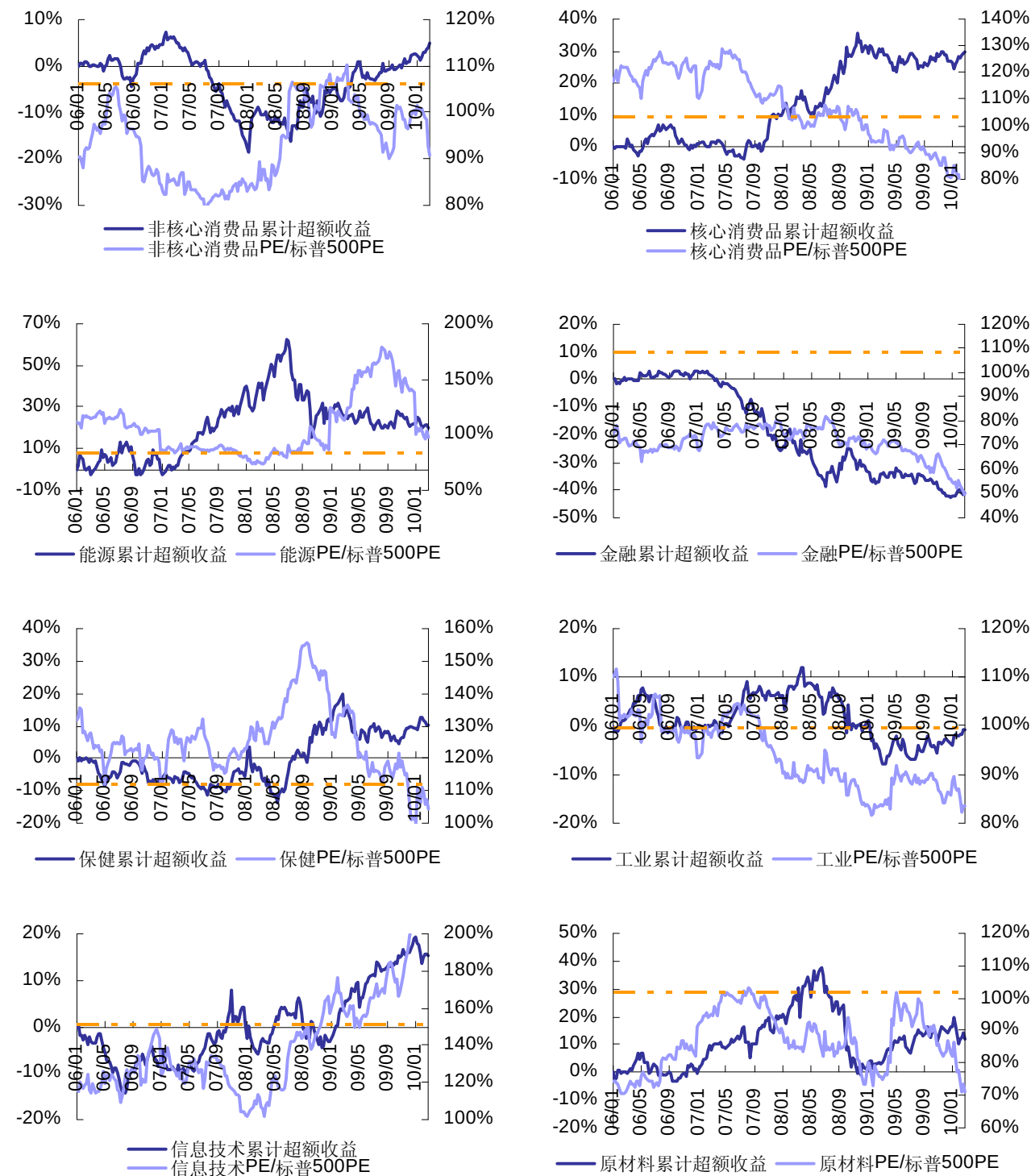
图 90 MBA 抵押贷款申请指数

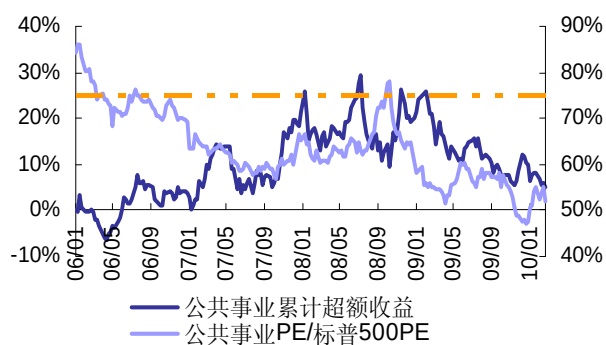
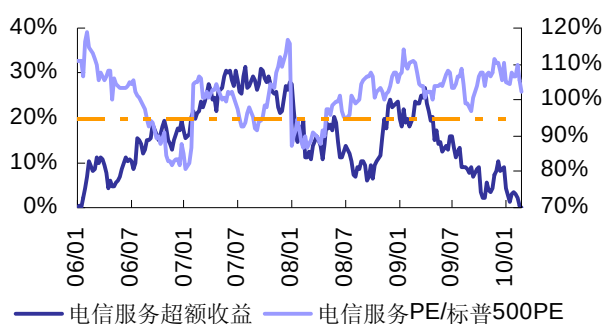


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

美股市场行业相对大盘的超额收益和相对估值

图 91 各行业相对大盘的超额收益和相对估值（图中虚线为相对 P/E 的历史均值）





资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研

注: 报告中所出现数据的最新更新时间均为 2010 年 2 月 26 日。

华泰联合证券股票评级标准

增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhqz.com