

风格特征持续，静待趋势性机会

——2010 年二季度 A 股投资策略

- 流动性数量投放的拐点在 1 季度已经出现。从货币投放的数量看，内部货币投放的增速下降，外部流动性也将趋于平淡，货币环境将向中性回归，但没有进入紧缩，下半年会有改善；当前货币的流通速度在回升，流动性的数量和流通速度两个因素此消彼长，2010 年实际流动性状况仍然是偏宽松，明显好于 07、08 年；信贷增速的放缓，降低了市场的无风险收益率，同时引起了市场的风险溢价水平的上升，短期市场的估值水平难以明显抬升；证券保证金账户余额的持续上升是市场形成上涨趋势的必要非充分条件，当前证券保证金账户余额的波动现状，说明市场的估值中枢短期难以得到明显的提升，市场将维持震荡态势。
- 二季度市场面临政策进一步退出的风险。存款准备金率至多有一次上调；关注通货膨胀率，加息可能性增强；政府对新开工项目和信贷节奏的控制“先紧后松”。
- 市场在流动性趋紧、政策进一步退出、股指期货的推出等多重因素影响下，走势会较为波折、复杂，仍以震荡为主。政策的紧缩会诱发市场的调整，而政策调整的时间点和力度会影响到市场调整的幅度。下半年政策环境相对放松，政策的退出路径逐渐清晰，经济的复苏趋势更为确定，市场将进入业绩推动和估值恢复的上行过程。基于对全年走势持前低后高的判断，二季度的政策退出引起的市场调整是资产配置的良好时机，可以减持前期涨幅较大的中小市值股票，增持低估值的大盘蓝筹股。
- 风格切换静待时机。二季度，资金面不会有明显改善，政策面临进一步退出，短期风格特征还难以切换到低估值的大盘蓝筹股，主题型股票、中小盘股仍然会保持活跃。基于前面对下半年的流动性、政策等的展望，市场风格有望进行切换，投资策略上二季度中后期可以逐渐转换到低估值板块、周期性板块。需要关注的是，股指期货的推出将促成风格的阶段性转换，具体时间点的确定可能使得风格转换提前，市场可能先抑后扬。
- 在中期行业配置上，2010 年看好消费、出口板块。建议重点关注消费类的家电、家具、建材、汽车、医药、旅游、通讯，出口类的化工、家电、电子。主题投资上，我们后续仍然看好区域经政策实质受益类股票，节能环保、新医药、生物育种和信息产业等中的“新兴”行业的股票，钢铁、军工、化工、医药行业的兼并重组类股票。

相关报告：

震荡市中把握结构性机会——2010 年 3 月 A 股投资策略报告，2010.3

两个层面看流动性：流动性数量与速度的此消彼长——2010 年 2 月 A 股投资策略报告，2010.2

波段性机会重于趋势——2010 年 A 股宏观策略报告，2009.12

李镜池、万文字

+86 755 83199429

lijc@csc.com.cn

执业证书号：S1030209080561

分析师申明

本人，李镜池，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

报告关键点:

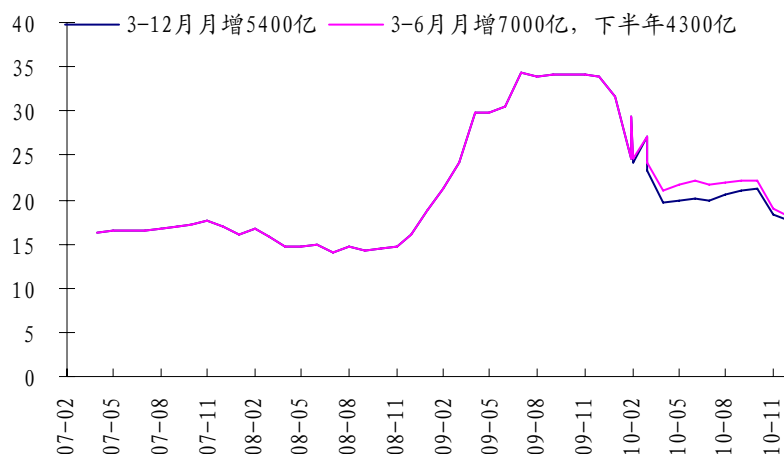
货币环境将向中性回归，但没有进入紧缩，下半年会有改善；
 政策面临逐渐退出的风险；
 持续看好消费，出口有望超预期；
 风格切换静待时机，先注重风格后重行业配置；
 股指期货渐行渐近，指数“先抑后扬”。

货币数量投放在趋紧，下半年会有改善

流动性的问题包含两个层面：一个是流动性的数量；一个是流动性的流通速度。从货币投放的层面看，1 季度已经出现了拐点。随着经济复苏的延续，通货膨胀预期的逐渐显现，货币政策将回归中性。内部信贷的投放要明显弱于 2009 年，信贷增速上半年快速下降，年中将回落至历史平均水平附近，央行通过公开市场加大货币的回笼量；外部流动性的流入在 2010 年上半年不会有明显增长，下半年会有改善但不会出现 2007 年的外部流动性大举流入和央行大量被动投放的局面。受此影响，上半年 M2 增速会快速回落然后企稳，M1 增速也会有较明显的下降。因此，从货币数量投放的角度，可以判断 1 季度已经出现了拐点。

上半年信贷增速逐渐下移，下半年企稳。从新增信贷来看，若 2010 年新增信贷规模为 7.5 万亿，那么上半年信贷增速将逐级回落到 20%-22%。1-2 月份新增信贷达到 2.1 万亿，如果监管层对信贷投放节奏进行严格控制，后续月份进行均匀投放，那么信贷增速回落的速度将更为明显，最低的 5 月份的信贷增速可能回落至 20%。

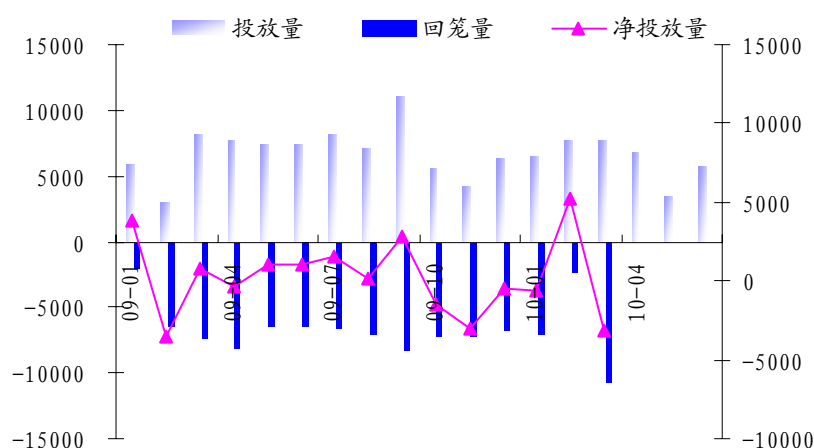
Figure 1 若 2010 年新增贷款 7.5 万亿，信贷增速将回落到 20-22%



资料来源：WIND、世纪证券研究所

公开市场操作回笼货币。存款准备金率上调最主要的原因是对冲到期的流动性和控制信贷。从公开市场操作看，2 月份货币的净投放 5220 亿，两次上调存款准备金率 0.5 个百分点，相应分别冻结银行资金 3000 亿，略大于 2 月的净投放量。3 月份到期的回购和央票量依然较大，货币投放量达到 7660 亿，央行通过公开市场回笼货币 10780 亿，净投放为-3120 亿，央行通过加大公开市场操作的力度避免了存款准备金率的过度频繁操作，对已经接近历史高位的存款准备金率的后续操作预留政策空间。2 季度 3 个月份，货币的投放量下降，分别为 6710 亿、3430 亿、5702 亿，央行公开市场操作的压力较 1 季度有较为明显的下降。在贸易顺差没有显著增长的情况下，我们认为，2 季度存款准备金率持续上调的可能性不大。

Figure 2 3 月份央行加大公开市场操作力度，货币大量回笼



资料来源：WIND、世纪证券研究所

外部流动性主要包括贸易顺差、FDI，以及热钱的流入。通过逐一分析，从整体来看，2010 年外部流动性对市场的影响将趋于平淡，而下半年要好于上半年。

顺差有限恢复，下半年强于上半年。2010 年上半年美国、欧洲由于回补库存、政策刺激等原因，经济复苏的力度会保持强劲，拉动中国的出口。而下半年美国经济的进一步复苏需要消费的持续好转来确认，美国失业率的下降和消费信贷的改善是需要持续跟踪的先行指标。2010 年，由于国内经济的调结构，内需仍然会保持强劲，但消费与投资的相对地位会有变化，投资的比重会下降而消费会上升，反映在外贸上是会刺激进口的增长，进口的增速会提升，而出口可能会受到上升的贸易保护主义的负面影响，因此，2010 年的贸易顺差预计略好于 2009 年或相当，但难以恢复到 07、08 年的水平，市场预期有 10% 左右的增长，从历年的经验来看，下半年的顺差要明显强于上半年。但如果美国经济下半

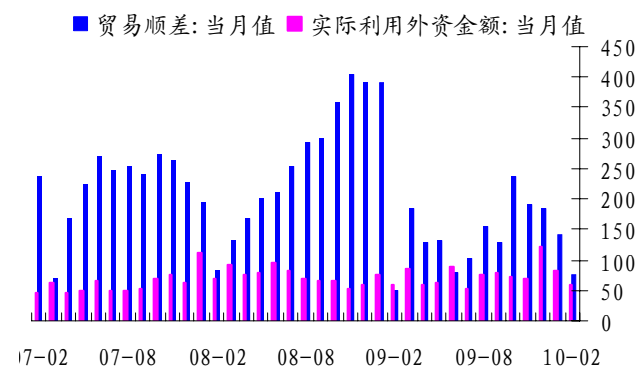
年的复苏超出预期，下半年的出口、顺差的增长有可能会超市场预期。

人民币对美元汇率的升值压力下降，2010 年的升值空间也不大。人民币对美元的汇率主要受两方面因素影响，一方面是中美经济的影响，从经济增长的趋势看，我们认同人民币兑美元汇率中长期的升值趋势，但 2010 年受内外因素变化的影响，我国的贸易顺差不会有大幅增长，不会重现 07、08 年的情况，因此降低了升值的内在动力。另一方面是货币因素，受美元对主要货币汇率的影响，美元指数的走强会减弱人民币升值的外在压力，而 1 季度美元指数呈上涨态势，2 季度在震荡的基础上仍会保持较强态势。从人民币远期汇率的表现看，1 季度人民币远期汇率出现小幅贬值，升值预期从年初的 3% 下降到 2.5% 左右，可见人民币升值的预期实际是在下降。因此，上半年人民币升值的压力有限，下半年顺差增长太快或美元开始走软，人民币升值的压力会加大。但我们认为，即使在外部压力的情况下人民币过早的重启升值，2010 年的升值空间预计也在 3% 以内，而且会以缓慢双向波动的方式实现小幅升值，这有别于 07、08 年的单边升值。

热钱不会大举流入。由于前面对人民币汇率的判断，在美元走强和人民币对美元汇率升值空间有限的情况下，将减弱热钱流入的动力，尤其是对于 2010 年上半年而言。美元指数已经走出下降趋势，正在展开一波中等级别的反弹，短期内不会出现大幅贬值，中期会继续震荡走高，因此，上半年热钱的流入速度将放缓，不排除会出现少量的流出的局面，下半年升值的压力会有加大，热钱流入的可能性增加。

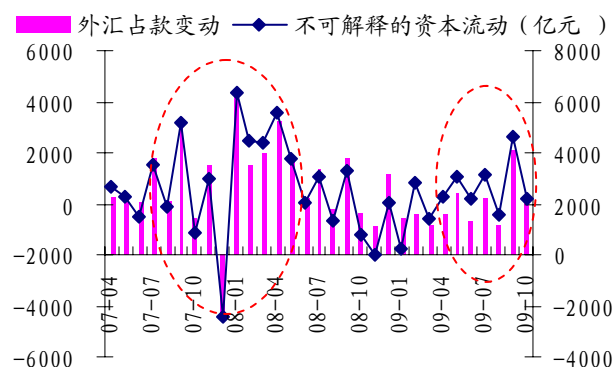
从货币的投放数量来看，内部货币投放的增速下降，外部流动性的影响也将趋于平淡，2010 年的货币环境向中性回归，但并不是紧缩。假定 2010 年新增信贷为 7.5 万亿，信贷增速从 09 年 12 月的 32% 逐级下降到 2010 年末的 20%，M2 相应从 12 月的 28% 下降到 20% 左右，M1 从 32% 下降到 22% 左右。从分季度的经济增长看，2010 年单季度的 GDP 增速最高有望达到 11%，CPI 达到 5%，名义 GDP 增速最高为 16%，即使货币供应取全年的最小值（M1 为 22%、M2 为 20%），仍然能满足名义 GDP 增长的需要，货币的剩余仍有 4% 以上。而下半年，名义 GDP 增速的下降，内部货币投放趋于稳定，外部流动性有所增强，因此下半年的流动性要好于上半年。

Figure 3 贸易顺差、FDI 的恢复缓慢



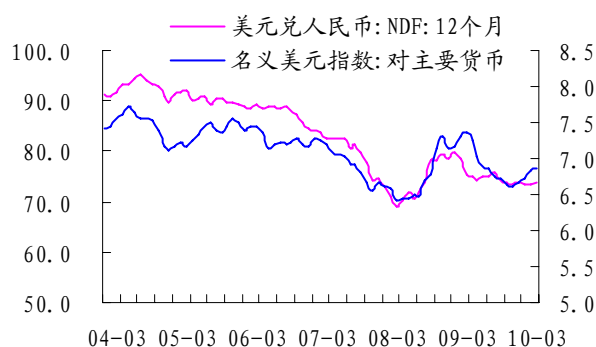
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 4 09 年下半年热钱的流入有所增加，但显著低于 07 年



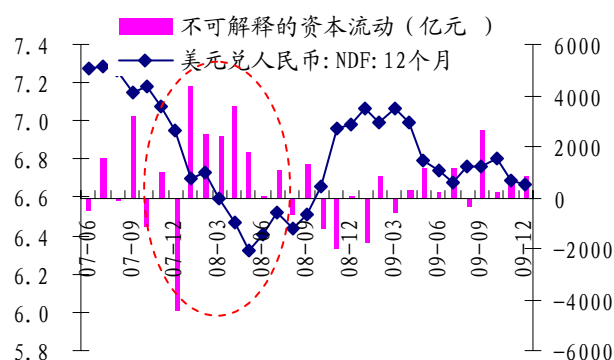
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 5 美元指数的走强将使人民币远期汇率出现贬值



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 6 人民币远期汇率升值变缓，热钱流入变缓



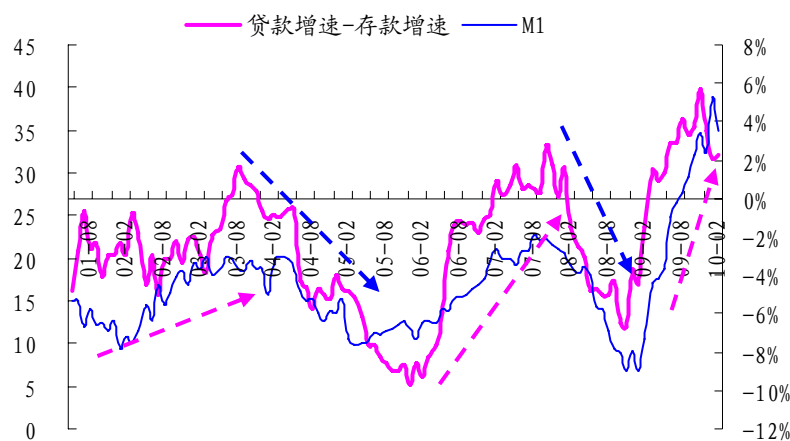
资料来源：WIND、世纪证券研究所

货币流通速度保持回升。在我们 2 月的策略报告《两个层面看流动性：流动性数量与速度的此消彼长》中提到：“流动性数量投放的拐点在 1 季度已经出现，但货币的流通速度明显低于 07、08 年，尚处在较低的水平，估算与 07、08 年的平均水平相差 20% 左右，2010 年货币流通速度会有较好的弹性。当前货币的流通速度在回升，对于未来货币需求的增长，流通速度回升的作用将逐渐增强，流动性的数量和流通速度两个因素此消彼长。因此，短期内（1 年以内）流动性不会进入紧缩状况，2010 年是货币政策回归中性，但流动性状况仍然偏宽松，要好于 07、08 年。”

通过 M1 增速和“贷款增速-存款增速”可以很好的反映需求端变化引起的货币流通速度的变化，两者呈正相关关系，但是对于货币供给端引起的变化，两者呈负相关。1 月份的 M1 增速上升明显，反映了货币流通速度的上升，而 2 月份的 M1 增速和“贷款增速-存款增速”出现了回落但仍在相对高位，其中有受到了新增信贷控制的供给端的影响，其实质也是反映了货币流通速度的回升。当前货币的流通速度不足，主要是因为 09 年大量的货币投放而部分资金闲置没有参与到经济的循环中去，

若股市出现回调，估值的降低以致具有更好的吸引力时，市场会吸引流通速度欠缺的闲置资金的进入，由此对市场的估值会形成有力的底部支撑。

Figure 7 “贷款增速-存款增速”来反映货币流通速度的变化



资料来源：WIND、世纪证券研究所

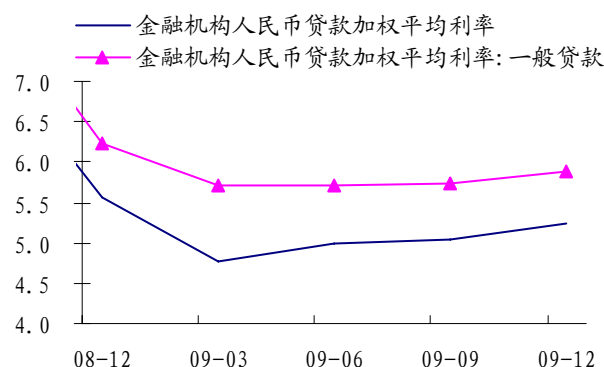
信贷增速的放缓对资本市场的双重影响。一方面，信贷增速的放缓迫使商业银行将大量的资金投入债券市场，推动了债券价格的上涨和收益率的下降，降低了市场的无风险收益率；另一方面，信贷增速的放缓意味着企业和居民要减少高流动性的风险资产的配置，同时贷款的利率也会随之上浮，市场的风险溢价水平上升。因此，从 09 年底开始，贷款的加权利率水平开始有所上升，国债的收益率出现下降，当前市场风险溢价水平的上升也将制约股市的估值水平出现大幅的抬升。

Figure 8 1 季度国债收益率出现下降



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 9 09 年底加权贷款利率出现上升

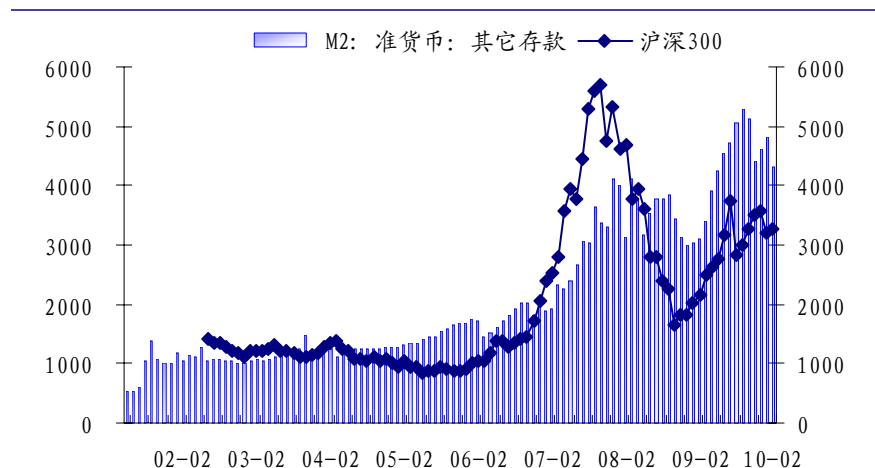


资料来源：WIND、世纪证券研究所

证券市场的保证金账户余额处于徘徊反复之中。从证券市场的表现和证券市场的流动性关系来看，我们以证券保证金账户的余额来表示证券市场的流动性，当证券市场形成趋势性上涨对应着保证金账户余额的

持续增长，反之市场持续下跌时对应着保证金账户余额的波动甚至减少，而保证金账户余额的持续增加未必对应着市场的趋势性上涨，保证金账户余额的波动甚至减少对应着市场的震荡甚至趋势性下跌，由此，保证金账户余额的持续上升是市场上涨的必要非充分条件。根据当前保证金账户余额的波动甚至有所减少的现状，说明市场的风险溢价有所上升或投资者的风险偏好出现下降，因此，市场的估值中枢将难以得到明显的提升，短期市场很难形成趋势性的上涨，仍将维持震荡态势。

Figure 10 1、2 月份证券保证金账户分别增加了 220 亿和减少了 520 亿



资料来源：WIND、世纪证券研究所

通过四个不同但又有联系的方面观察流动性的变化，得到如下结论：1、从货币投放的数量看，内部货币投放的增速下降，外部流动性也将趋于平淡，流动性数量投放的拐点在 1 季度已经出现，货币环境将向中性回归，但没有进入紧缩，而进入下半年，随着名义 GDP 增速的下降，内部货币投放趋于稳定，外部流动性有望增强，下半年的货币流动性要好于上半年；2、当前货币的流通速度在回升，对于未来货币需求的增长，流通速度上升发挥的作用将逐渐增强，流动性的数量和流通速度两个因素此消彼长，流动性短期内（1 年以内）不会进入紧缩状况，因此，2010 年实际流动性状况仍然是偏宽松，要明显好于 07、08 年。当股市的估值降低以致更具吸引力时，市场会吸引流通速度欠缺的闲置资金进入，由此对市场的估值将形成有力的底部支撑；3、信贷增速的放缓，降低了市场的无风险收益率，但又引起了市场的风险溢价水平的上升，短期市场的估值水平难以明显抬升；4、证券保证金账户余额的持续上升是市场上涨的必要非充分条件，当前证券保证金账户余额的波动甚至有所减少的现状，说明市场的风险溢价有所上升或投资者的风险偏好下降，市场的估值中枢将难以得到明显的提升，短期市场很难形成趋势性的上涨，将维持震荡态势。因此，我们仍然维持年度策略中的判

断，2010 年市场以震荡为主，波动区间为 2600-4000 点，波段性机会要重于趋势性机会。

政策调控路径预测：二季度面临政策进一步退出的风险

存款准备金率至多有一次上调。数量型工具仍然是货币政策退出中的常规使用工具，2 季度货币的投放量有所减少，在贸易顺差不发生大幅增长的情况下，央行可以主要通过公开市场操作来回笼货币，若顺差增长过快，存款准备金率上调的压力会加大。我们判断，上半年顺差不会出现大幅增长，2 季度存款准备金率上调的可能性不大，至多上调一次，0.5 个百分点。

关注 2 季度的通货膨胀率，加息可能性增强。政府将更加注重对通胀预期的管理，温总理在两会期间明确提出了这一政府工作目标。2 月份 CPI 同比上升 2.7%，主要是因为春节期间食品价格的上涨引起的，市场预期 2010 年通胀率在前三季度将逐渐上升，四季度会有所回落，通胀明显上升将导致实际负利率维持半年以上。根据中金的预测，2 季度末 CPI 同比接近 5%，上半年 GDP 同比 10.5%，2 季度将出现实际利率为负，经济在潜在增长率上方的局面。因此，我们认为，2 季度加息有助于显示央行对抗通胀的决心，降低居民通胀预期，而央票利率上调的重启和 4、5 月份的 CPI 数据的公布将是二季度可能加息的时间窗口。3 月 19 日，印度央行宣布，将回购利率和反向回购利率分别上调 0.25 个百分点，至 5% 和 3.5%。加息决定凸显印度通胀日益恶化，抑制通胀已成为印度央行的首要任务。印度央行此次加息之举是在例行货币政策会议之前推出，令市场大感意外，同时也会增强其它一些新兴市场国家央行在近期采取类似的措施以抑制或预防通胀的可能性。

政府对新开工项目和信贷节奏的控制“先紧后松”。上半年美国经济的强劲回升将带动出口的快速恢复、消费的启动、09 年大量的新开工项目，意味着上半年中国经济仍将保持强劲复苏的态势，增速回升到潜在增长率的上方。在此背景下，政府的宏观调控政策继续保持从紧的倾向，而政府抑制经济过热最直接、有效的手段是压投资，特别是地方政府的投资，因此上半年政府对新开工项目的审批到信贷的投放都会进行较为严格的控制，从 1-2 月的信贷的投放看，以中长期贷款为主，票据融资为负数，信贷投放更多的是保障已开工项目和支持政策扶持的相关产业。然而，进入下半年，随着经济增速和 CPI 的回落，持续的政策紧缩，比如对地方新开工投资项目的限制和信贷投放的控制，很可能导致投资增速出现持续、快速的下滑。由此，我们预计进入二季度后半段以

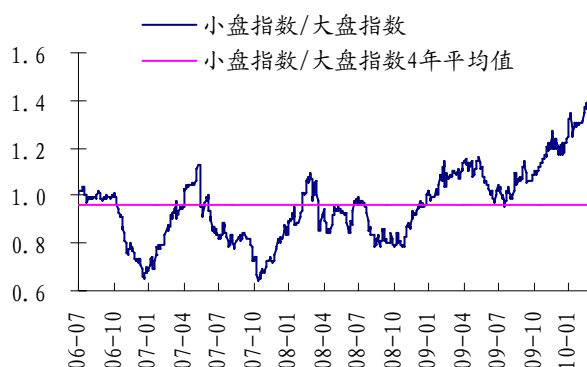
及下半年，随着经济增速的下降，政策紧缩的力度会适度缓解。

市场增强对政策退出的担忧。2 季度，市场会再次担忧政策的退出，进而开始担忧经济的下滑，政策的紧缩会诱发市场的调整，而政策调整的时间点和力度会影响到市场调整的幅度，尤其首次加息的时间点和幅度会对市场心理产生重要影响。然而，随着下半年政策环境的相对放松，政策退出路径的逐渐清晰，经济复苏的趋势更为确定，市场将进入业绩推动和估值恢复的上行过程。基于对全年走势持前低后高的判断，二季度的政策退出引起的市场调整是投资者的建仓机会，可以积极介入低估价值的大盘蓝筹股。

风格切换和股指期货

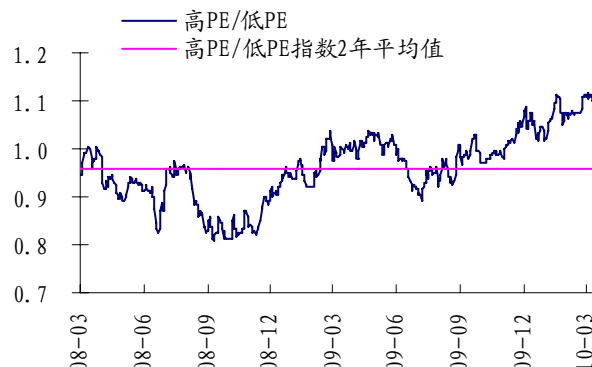
风格切换静待时机。1-3 月份，风格特征非常明显，中小盘股票优于大盘股，防御性板块优于周期性，高估值优于低估值，主题投资相当活跃。2 季度，资金面不会有明显改善，政策面临进一步退出，短期风格特征还难以切换到低估值的大盘蓝筹股，主题型股票、中小盘股仍然会保持活跃，4 月份的投资思路依然是风格选择优于行业配置。基于对下半年流动性会有改善，政策退出的路径逐渐清晰、不确定性消除，周期性行业的业绩复苏确定的判断，市场风格有望进行切换，投资策略上二季度中后期可以逐渐转换到低估值板块、周期性板块，如银行、保险、证券、煤炭、钢铁、化工、汽车。需要关注的是，股指期货的推出将促成风格的阶段性转换，由于具体时间点的确定，可能使得风格转换提前。

Figure 11 1 季度大小盘股风格指数表现



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 12 1 季度高 PE/低 PE 风格指数表现



资料来源：WIND、世纪证券研究所

股指期货渐行渐近，市场可能“先抑后扬”。证监会主席尚福林 3 月初称，股指期货将于 4 月中下旬开始交易，股指期货进入实质性交易阶段可谓渐行渐近。市场一个普遍的看法是：股指期货的推出有利于大

盘股的上涨，投资者为了投资股指期货而购买标的股，从而推动标的股的上涨。从国际经验来看，股指期货推出后一段时间，大盘指数有涨有跌，从风格影响看，对标的股也不一定是正面的，而表现为助涨助跌。结合 A 股市场当前的运行特征，我们对即将推出的股指期货的影响做以下预判：

首先，股指期货不会改变市场中长期的运行趋势。市场中长期的趋势仍然取决于上市公司的业绩增长和流动性支撑的估值水平。融资融券只是市场交易的一个工具，股指期货是对股票现货市场进行价格发现的工具，两者中长期的影响中性，不足以持续推动市场的上涨。

其次，股指期货推出前可能引起市场短期的调整。股指期货的推出前，其对场外资金的吸引有限，更多来源于场内资金，增量资金有限，股指期货的双向交易机制使得部分资金有配置的需要，短期内会造成市场资金的分流。资金分流的程度及影响取决于市场运行的趋势、交易的规则、投资者的偏好。

再次，股指期货推出后 A 股市场有望上行，促进市场风格的转换。主要原因有：第一，目前市场处在震荡态势中，但中期看市场在震荡上行，我们认为全年可能先抑后扬；第二，市场估值水平处于合理区间的下端，利用股指期货的做空机制向下做空获利的空间有限，而市场上行造成的风险却很大，做空的风险与收益很不对称；第三，对全年走势“前低后高”的判断逐渐成为市场的普遍预期，通过股指期货的价值发现功能，有望带动股票现货市场的上涨，场内资金对指数标的股的关注度会明显上升，相应对中小盘股的关注度会降低，有助于市场风格的切换，第四，股指期货推出后，若股票市场对场外资金的吸引力增强，增量资金的进入有助于市场形成趋势性的上行和推动低估值大盘股的上涨，市场风格将彻底切换。

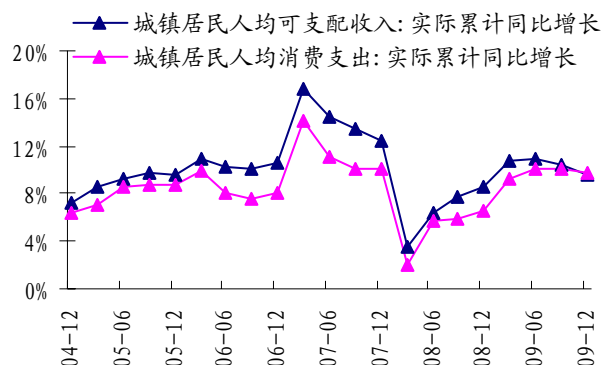
中期行业配置：看好消费、出口

持续看好消费板块

从政策层面看，两会期间，政府工作报告多次提到了要增加劳动者报酬在初次分配中的比重，要改善收入的分配结构（不少地方政府已经上调了最低工资标准和退休职工工资）；从人口结构看，劳动力短缺的局面已经出现，劳动者工资有上涨的内在动力；劳动者的素质也在相应提高，劳动生产率的提升将给劳动报酬的改善提供了物资条件，因此，未来我国居民收入有望获得相对较快的增长（相对于 GDP 增速），居民的收入增长和消费增长正在形成拐点。我国的消费有望保持强劲，投资

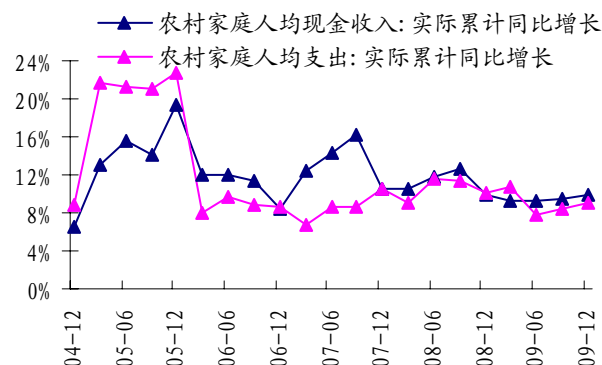
与消费的增速之差将收窄，消费板块的进攻性将增强，相对估值有望得到提升。09 年城镇、农村居民的实际人均可支配收入、消费支出的同比增速均超出了 GDP 增速，2010 年 1-2 月份社会消费品零售同比增长 17.9%，剔除价格因素实际增长 16.3%，保持强劲。**看好受政策持续推动、城镇化和居民收入增长带动的家电、家具、建材、汽车、医药，以及服务类的旅游，3G 和三网融合带动的通信及通讯器材。**

Figure 13 09 年城镇人均实际收入、支出实际增长 9.5%、9.8%



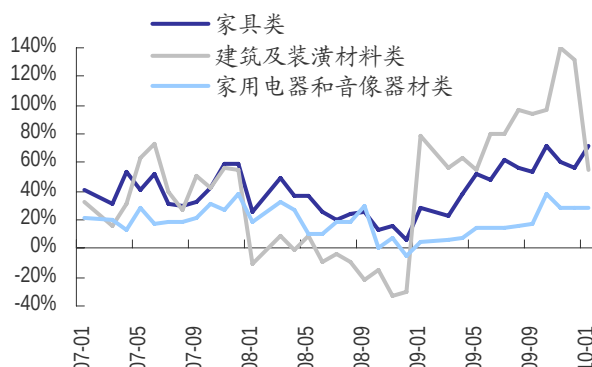
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 14 09 年农村人均实际收入、支出实际增长 10%、9%



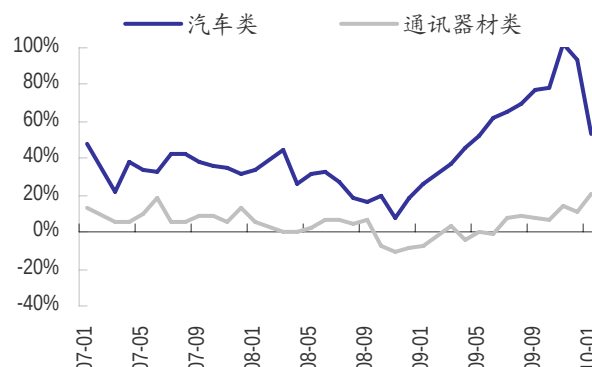
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 15 09 年城镇人均实际收入、支出实际增长 9.5%、9.8%



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 16 09 年农村人均实际收入、支出实际增长 10%、9%



资料来源: WIND、世纪证券研究所

出口有望超预期

对出口的乐观判断，主要是基于美国经济的复苏比预期强劲许多，拉动中国出口的增长，而欧洲经济受主权债务危机的影响复苏缓慢，但对中国出口增长的影响不大。美国经济的强劲复苏主要是基于以下几个原因：就业市场的改善、消费者行为的回归、先行指标的回升、补库存周期的持续。

美国就业市场开始好转，并有望持续改善。虽然 2 月份的失业率为 9.7%，较危机前高出了近 5 个百分点，但失业率已经出现了止升回落的迹象，较 09 年底下降了 0.4 个百分点，先行指标的制造业、非制造业的

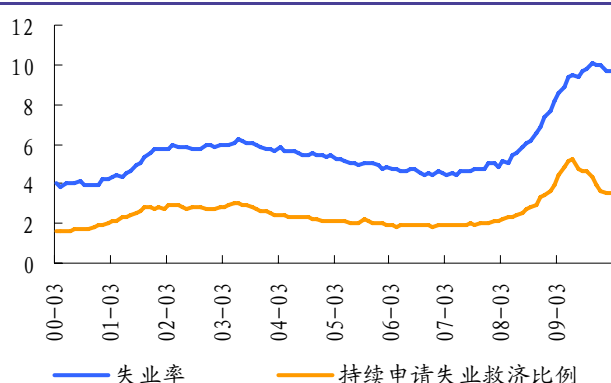
PMI 就业指数分别快速反弹至 56.1、48.6, 预示着就业市场将持续改善, 未来失业率的下降比预期的要快。

美国消费信贷市场开始企稳, 消费者行为并未有明显变化。1 月份美国的消费者信贷总额终于终止了 08 年 8 月份以来的持续下滑的局面, 在就业改善的情况下, 消费信贷市场将随之出现企稳回升。危机爆发之后, 美国的储蓄率曾出现过快速的上升, 引起了市场对美国消费者行为将更加注重储蓄从而减慢经济增长率的忧虑。美国居民储蓄率在 5 月份达到 6.4% 的高点后持续回落, 目前在 4% 附近徘徊, 同样就业市场的改善, 个人所得的增长将使个人支出增加, 个人储蓄还会进一步下降。就业市场的改善将使得私人需求持续恢复。

先行指标回升、进入补库存周期。2 月份制造、非制造业 PMI 指数分别下降 1.9、上升 2.5, 至 56.5、53, 表明制造业保持在扩张状态, 非制造业的复苏在加快, 服务业要占美国经济 2/3 的比重, 作为先导性指标, 服务业复苏的加快也说明美国经济的恢复会保持强劲。从库存周期看, 09 年 4 季度库存还在持续下降, 1 月份库存环比基本是零增长, 过去 5 个季度美国经济一直在去库存化, 1 季度将进入库存回补周期, 尤其是零售商、批发商的补库存, 根据历史经验, 未来补库存周期至少会持续 3-4 个季度。由此美国经济的复苏在 2010 年将保持强劲, 4 季度可能会略有下滑, 全年美国 GDP 的增长有望达到 4%。

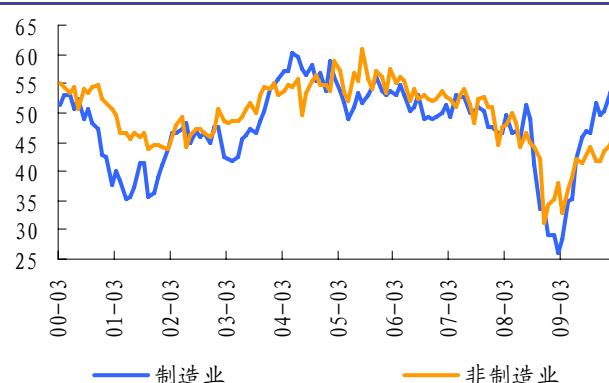
行业选择上, 看好化工、家电、电子, 自下而上选择个股时, 重点关注对美出口比重大的公司。

Figure 17 1、2 月失业率为 9.7%, 较 09 年底下降 0.4 个百分点



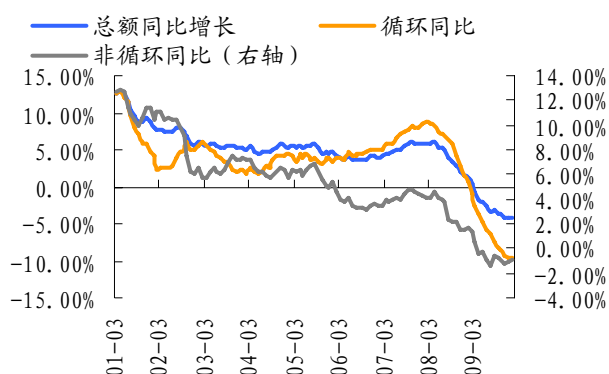
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 18 2 月的 PMI 就业指数分别反弹至 56.1、48.6



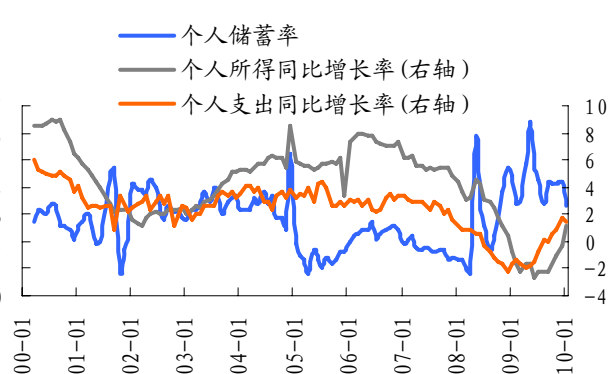
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 19 消费者信贷已经企稳，有望回升



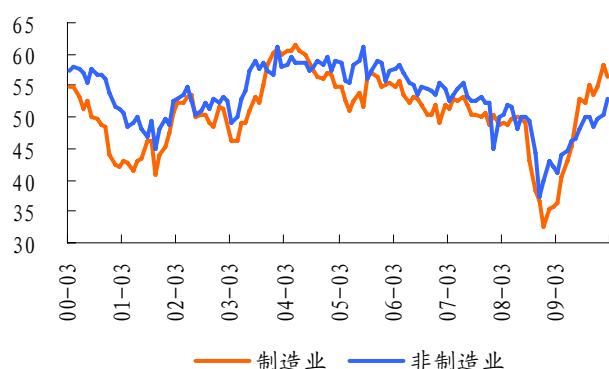
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 20 美国居民储蓄率在 4%徘徊，支出在上升



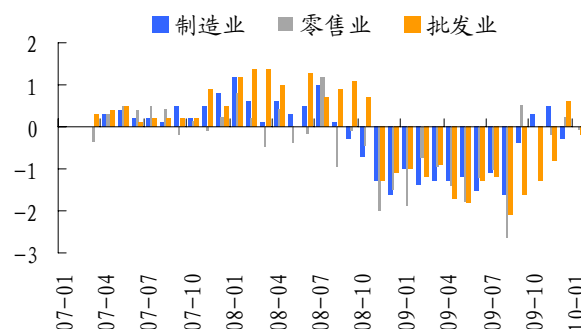
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 21 2 月制造、非制造业 PMI 指数分别反弹至 56.5、53



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 22 库存环比变动说明：去库存结束，补库存还未真正开始



资料来源：WIND、世纪证券研究所

综上，在中期的行业配置上，2010 年建议重点关注消费类的家电、家具、建材、汽车、医药、旅游、通讯，出口类的化工、家电、电子。

在震荡市中，主题投资仍将活跃。在 3 月的策略报告中，我们重点提到了高送配、区域概念、新兴产业、兼并重组、民生和消费升级。从主题投资关注的持续性和转换成实际业绩的角度，我们后续仍然看好区域经济中的福建海西经济区、重庆两江经济区、广西北部湾、天津滨海新区，安徽皖江经济带的政策实质受益类股票，节能环保、新医药、生物育种和信息产业等中的“新兴”行业的股票，传统产业中的钢铁、军工、化工、医药行业的兼并重组类股票。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%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。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.