

第二季度的机会在哪里？

相关研究

报告要点

■ 美国房屋销售状况不佳，消费者信心与 2 月持平

美国 2 月份成屋销量下降 0.6%，折合成年率为 502 万套，高于此前接受调查的经济学家预计的下降 2.0%；新建住宅销量较上月下降 2.2%，折合成年率为 308,000 套，创历史新低大幅低于此前预计的增长 1.9% 的增幅，较上年同期下降 13.0%。密歇根大学 3 月份消费者信心指数终值为 73.6，与上月持平。3 月份现状指数终值从 2 月底的 81.8 升至 82.4，但预期指数从 2 月底的 68.4 降至 67.9。3 月份的 1 年和 5 年通货膨胀率预期均为 2.7%，均与 2 月份持平。

■ 出口订单推动欧元区 PMI 达三年高点

周三公布的调查结果显示，欧元区 3 月份制造业活动大幅增长，因在一定程度上受欧元下跌提振，欧元区出口订单大幅增加，这推动欧元区综合采购经理人指数升至近 3 年高点。欧元区 3 月份制造业 PMI 初值升至 56.3，不仅高于 2 月份的 54.2，而且创下了 2006 年 12 月份以来的最高水平。

■ 一周评析：美国医改经济影响不大

虽然奥巴马政府的医疗改革闯关成功，其政治意义以及对于美国民众的影响十分巨大，但是我们认为，本次医改短期内的经济影响比较有限，主要体现在：短期内有可能增加美国政府、个人和企业的支出，但长期来看将减少政府支出、个人的医疗支出以及企业的运营成本，从而有效的释放需求，使经济进入更健康的运行轨道。

■ 第二季度的机会在哪里？

三架马车中，消费仍然是一种稳定的增长，或许略有下滑；出口可能并没想象中的那么超预期；投资可能并不会出现预期中较低增长。但是，我们仍然要强调，在调结构的背景下，今年投资的增长更加会体现出结构性的特征，这是需要把握的地方。

投资最大的看点在于政策力推的保障性和区域开发中投资热潮的到来。我们沿着结构性投资增长所涉及的产业链条寻找，来自保障性住房投资对于中游产业的拉动可能会成为今年的亮点，而二季度则很可能是一个数据确认的时期。在涉及保障性住房相关产业中，机械、建材、化工的机会较大。在区域开发中，处于长江沿岸经济带的湖北、安徽和重庆的增长空间较大。这其中尤其是湖北，其刚刚公布了超过 12 万亿的投资项目规划，这能在很大程度上支撑未来的增长。

分析师：

张凡

(8621) 68751610

zhangfan@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490208110191

联系人：

陈开伟

(8621) 68751610

alangckw@yahoo.cn

发达国家经济

美国：房屋销售状况不佳

表 1：美国本周重要经济数据回顾

日期	国家	经济指标	指标期间	实际值	前期值	修订值
03 月 23 日	美国	现房销售	FEB	5.02M	5.05M	--
03 月 23 日	美国	现房销售 月环比	FEB	-0.60%	-7.20%	--
03 月 23 日	美国	住宅价格指数 月环比	JAN	-0.60%	-1.60%	-2.00%
03 月 23 日	美国	ABC 消费者信心指数	21-Mar	-44	-43	--
03 月 24 日	美国	MBA 抵押贷款申请指数	19-Mar	-4.20%	-1.90%	--
03 月 24 日	美国	耐用品订单	FEB	0.50%	3.00%	3.90%
03 月 24 日	美国	耐用消费品（除运输类）	FEB	0.90%	-0.60%	--
03 月 24 日	美国	新建住宅销售	FEB	308K	309K	315K
03 月 24 日	美国	新建住宅销售 月环比	FEB	-2.20%	-11.20%	-8.70%
03 月 25 日	美国	首次失业人数	20-Mar	442K	457K	456K
03 月 25 日	美国	持续领取失业救济人数	13-Mar	4648K	4579K	4702K
03 月 26 日	美国	GDP 季环比(年度化)	4Q T	5.60%	5.90%	--
03 月 26 日	美国	个人消费	4Q T	1.60%	1.70%	--
03 月 26 日	美国	GDP 价格指数	4Q T	0.50%	0.40%	--
03 月 26 日	美国	核心个人消费支出 季环比	4Q T	1.80%	1.60%	--

资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

其他发达经济体：欧元区 PMI 攀至 3 年高点

表 2：其他经济体本周重要经济数据回顾与评论

日期	国家	经济指标	指标期间	实际值	前期值	修订值
03 月 15 日	EC	欧元区消费信心	MAR A	-17	-17	-17
03 月 15 日	UK	核心消费价指同比	FEB	2.90%	3.10%	--
03 月 16 日	GE	PMI 制造业	MAR A	59.6	57.2	--
03 月 17 日	GE	IFO - 企业景气指数	MAR	98.1	95.2	--
03 月 17 日	EC	PMI 制造业	MAR A	56.3	54.2	--
03 月 17 日	EC	工业新订单 经季调 (月环比)	JAN	-2.00%	0.80%	--
03 月 18 日	EC	工业新订单 经季调 (同比)	JAN	7.00%	9.50%	--

03月18日	EC	欧元区 M3 季节调整 (同比)	FEB	-0.40%	0.10%	--
03月18日	JN	全国核心 CP 同比	FEB	-1.10%	-1.20%	--
03月18日	UK	商业投资总额(同比)	4Q F	-23.50%	-24.10%	--

资料来源：长江证券研究部

一周经济评析：美国医改经济影响不大

当地时间3月21日晚美国国会众议院以219票赞同、212票反对的微弱优势通过奥巴马的医疗改革法案，奥巴马23日在白宫正式签署该法案。25日晚，美国参议院以56比43票的结果，通过了对奥巴马已经签署的医改法案的预算协调案，这标志着美国医改在国会正式走完了立法程序。为实现医改成功，奥巴马已经两度推迟对印尼和澳大利亚的访问。医改法案在国会获得完全通过，是奥巴马在执政一年多以来内政方面取得的最大胜利。但是，在众议院的投票，所有赞同票都是民主党议员所投，奥巴马之前追求的所谓“跨党派医改”并未能实现，这项法案对民主党在中期选举中的影响还难以预料。

美国医改具有紧迫性和必要性。在当前医疗体系下，一个人的医疗保险通常通过雇佣关系获得，如果失去工作，也就无法继续享有这一保险。尽管社会保险制度中包括一些医疗福利和救济措施，但不是每一名失业者都能符合条件，因此就产生了生病、失业、没有医疗保险、无钱治病、病入膏肓、医院不得不使用纳税人的钱为其免费治疗、国家预算赤字加大的恶性循环。据官方数字，目前约有1.63亿65岁以下的美国人通过雇佣关系获得医疗保险；还有近1800万人自行在市场上购买价格相对昂贵的商业医疗保险；此外，约4400万人享受政府为老年人和残疾人提供的优惠医疗保险—Medicare，近6100万贫困人口享受政府优惠保险—Medicaid。尽管如此，还是有大约4600万人没有医疗保险。（如图1）数据还显示，由于投入高而效率低，目前，美国每年医疗开支达到2.2万亿美元，相当于每人7400多美元，占国民生产总值的16%。而专家预计，这一比例在2025年将达到25%。医疗开支增速不仅快于GDP增长，而且也高于收入和通货膨胀率增幅。从经济学角度而言，这是难以为继的。

本次医改的主要目标之一是向全部国民提供一份高质量、负担得起的医疗保险，奥巴马政府希望从2013年起，医疗保险能够覆盖到所有的人。根据白宫网站的消息，到2019年，该医改方案将使医疗保险覆盖95%的美国居民，而目前这一比率为83%，新增的受益人数将达到2300万。医改的其他目标还包括建立一个更加公正和具有竞争性的医疗保险市场、增强医保的可信度、消除保险公司对于有病史的公民的歧视以及减少联邦政府的财政赤字等。为了达成医改的目标，医改法案提出了很多措施，其中主要有以下几个方面：1、对保险费用实行税收抵免以减轻个人和中小企业主的负担；2、填补了老年人保健计划（Medicare）中处方药使用的圆圈缺口（即处方药使用时两个设定金额中间医保不支付的部分）；3、对社区医疗中心投资110亿美元；4、加强医疗保险消费者保护；5、强化个人和企业的责任等。

虽然奥巴马政府的医疗改革闯关成功，其政治意义以及对于美国民众的影响十分巨大，但是我们认为，本次医改短期内的经济影响比较有限，主要体现在：短期内有可能增加美国政府、个人和企业的支出，但长期来看将显著减少政府支出、个人的医疗支出以及企业的运营成本，从而有效的释放需求，使经济进入更健康的运行轨道。对于政府、个人和企业的影响分别考察如下：

1、据国会预算办公室3月20日的最新预测，考虑到诸如增加保险公司税收、补贴州政府、减少个人和中小企业税收等因素，该医改方案在近期内将会对财政赤字有增加作用，但长期

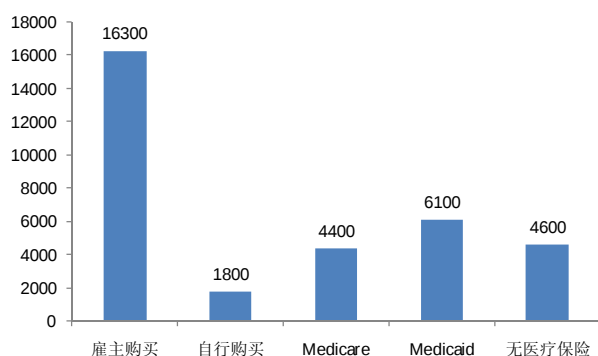
来看，该方案将显著减少政府支出，从而也将减少赤字（如图 5）。我们认为，医改产生的更具效率的医疗体系将减轻联邦政府的负担，但是减少的程度与现在美国动辄上万亿的赤字相比并无太大的影响。

2、对于个人而言，短期内医改方案将会对消费形成一定程度的压制。民众处于对未来医疗支出不确定性的担忧，可能会增加储蓄，从而对短期的消费形成一定的影响。但长期来看，因个人所得税的税收抵扣以及医疗制度改革带来的医疗体系效率的提高将释放新的需求，政府将对药品价格实行的管制和鼓励使用仿制药的政策也将大大减轻民众的医疗负担，从而有效的刺激其他方面的需求。

3、对于企业部门来说，短期内的影响主要体现在增加中小企业的运营成本，对于大企业的影响十分有限。原因是部分中小企业并未对其雇员提供医疗保险，而大企业一般具有这样的传统。考虑到新医改方案承诺的为中小企业进行减税、长期内医疗支出的减少以及因员工健康水平的提高带来企业效率的增加将有效的减少企业的成本，从而带来生产率的提高。

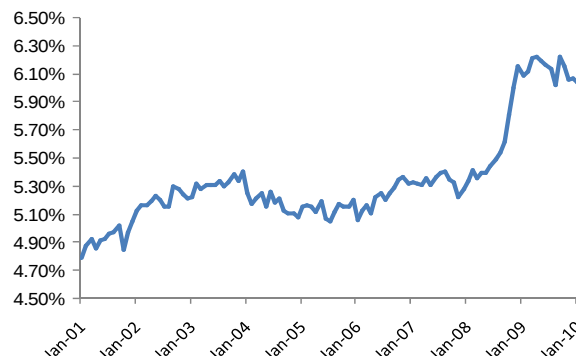
4、考虑各个行业的情况，因为政府对保险和医药行业将进行强势干预，短期内对于保险公司、医药公司的运营状况将有负面影响。因医改计划将建立更具竞争性的保险市场和倾向于使用仿制药品以降低成本，这对于保险公司和医药公司的长期影响可能也较为负面。但考虑到政府将会对一些厂商进行补贴以及整个体系效率提高带来的收益，医改对于各个具体行业的影响还难以定论。

图 1：现阶段美国医改的覆盖情况



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

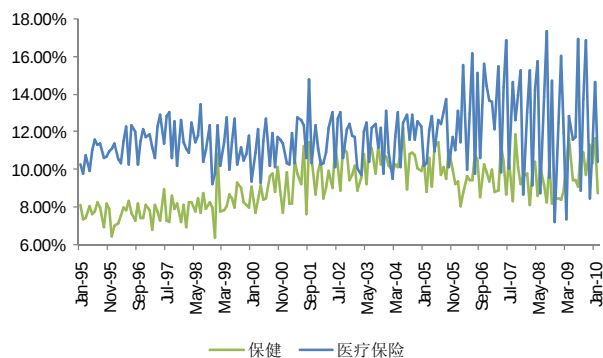
图 2：美国零售总额中医疗保健销售占比



资料来源：长江证券研究所

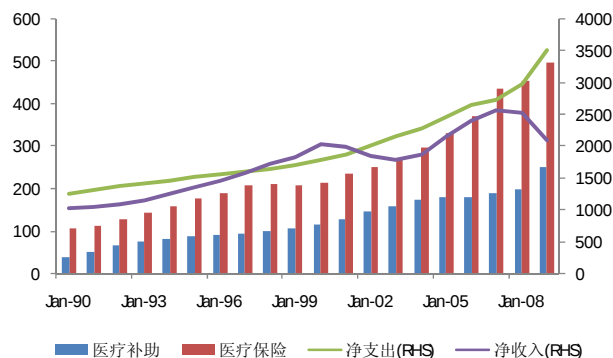
图 3：美国联邦月度预算中保健和医保支出比重

图 4：美国联邦政府年度预算中医疗支出情况

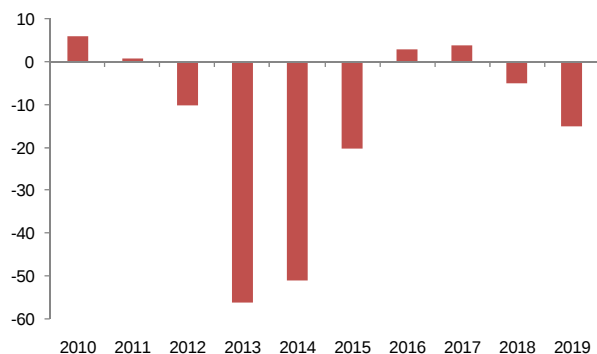


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 5: 医改对赤字的净影响 (CBO 预测)



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所



资料来源: CBO, 长江证券研究所

二季度的机会在哪里？

在上周的周报中，我们就大小盘的风格转换问题做出了讨论。我们认为，在未来流动性趋势向下的环境下，要形成集中性的大盘股行情必须要有经济上行的强力支撑。但是在经历 2009 年的复苏之后，2010 年的经济弹性可能不会太大。因此，大盘股的行情在估值的推动下可能会有脉冲性的上涨，但要形成持续性的行情，从目前来看还是缺乏强力支撑。结构性的机会是最大的机会领域之所在。对于二季度而言，这种判断仍可维持。跟随基本面的变化仍然是我们把握结构性机会的主线。那么在即将到来的二季度基本面会有什么样的变化呢？

从实体经济的运行而言，2010 年将是一个回复常态化的过程。总量增长不会比去年差，但是在结构上我们需要有一点新的看法。在消费、投资、进出口三驾马车中，未来最大的刺激点将来自何处呢？在我们看来，最有可能出现超预期的仍然是投资部门。这可能跟一般的观点不同。

消费在经过了去年的高增长之后，今年能否持续出现高增长这是无法确定的。在我们的预测中，2010 年的通胀水平仍是一个可控的范围，通胀预期下消费增长所带来的机会具备很大的不确定性。对于出口而言，美国的库存高峰期在 3 月份之后，这会对出口带来一定的拉动，但是，这种拉动的力度还不能确认；另外，库存周期的短暂性也预示着，这种拉动的持续性是不强的。因此，出口对于 GDP 的正贡献还是可以实现，但是要出现大幅度的超预期增长概率不大。在消费和出口看似光芒的前景下，其实隐藏的不确定性是相当大的。要保证 GDP 不低于去年的同比增长水平，我们认为具备保障性作用的仍然是国内的投资。投资在

经历去年的高增长后，市场对其今年的增长也下调了预期。然而正是在低预期中却极具可能产生超预期因素。那么投资的增长来自于哪里呢？我们认为，投资最大的看点在于政策力推的保障性住房和区域经济开发中投资热潮的到来。因此，三架马车中，消费仍然是一种稳定的增长，或许略有下滑；出口可能并没想象中的那么超预期；投资可能并不会出现预期中较低增长。但是，我们仍然要强调，在调结构的背景下，今年投资的增长更加会体现出结构性的特征，这是需要把握的地方。

我们沿着结构性投资增长所涉及的产业链条寻找，来自保障性住房投资对于中游产业的拉动可能会成为今年的亮点，而二季度则很可能是一个数据确认的时期。在涉及保障性住房相关产业中，机械、建材、化工的机会较大。从复苏进程上看，去年的结构性复苏又可能向今年的全面性复苏转化，这样去年处于弱势复苏的化工的机会可能会真正凸显出来。从相关上市公司披露的年报来看，四季度成为众多化工子行业盈利幅度最大的季度，典型的如化纤行业；对于今年的行业走向，我们认为上市公司 1 季报的信息具有很大的参考性。

投资增长的另一个亮点区域投资热潮同样对于中游产业的拉动不可小视。区域经济开发涉及主题投资的概念，而现阶段的主题投资已经进入到了一个必须要甄别的阶段。自 2007 年以来，国务院批复了众多的主题功能区，各个功能区的定位有很大的差别。对于资本市场而言，把握增长区域才是关键，而对增长起决定性作用是投资和产业的转移。因此，沿着这条路径延伸，我们认为，在区域开发中，处于长江沿岸经济带的湖北、安徽和重庆的增长空间较大。这其中尤其是湖北，其刚刚公布了超过 12 万亿的投资项目规划，这能在很大程度上支撑未来的增长。

从总体上看，从去年三季度一直到今年一季度，市场都是在怀疑中震荡的。怀疑无非两个方面，对于流动性下行的担忧，对于经济下行的担忧。其实在流动性上并不存在多大的问题，市场资金仍然非常充裕，这可以从债券二级市场的基准利率的走势上看出。进入三月以来，债券二级市场的利率一直呈下行态势。

表 3：债券二级市场基准利率走势

利率代码	3-26	3-19	3-12	3-5
FR007	1.5604	1.6300	1.6700	1.6950
FR001	1.3114	1.3340	1.3550	1.3900
B1W	1.5893	1.6485	1.6951	1.7032
B_1W	1.5922	1.6490	1.6925	1.7006
B2W	1.6117	1.6661	1.6981	1.6629
B_2W	1.6206	1.6708	1.6965	1.6431
B_1M	1.6586	1.6569	1.8027	1.8238
B1M	1.6362	1.6651	1.7388	1.7742
FR014	1.7400	1.5200	1.6880	1.8000

数据来源：wind 资讯，长江证券研究部

从增长的角度看，二季度海外市场不会太坏；在国内，房地产开工率的高企也预示着这条产业链仍可以维持较高的增长。目前欠缺的只是对于实体经济所发出信号的数据确认，四月份则是一个确认的时间窗口。而我们所应当聚焦的对象一个是经济数据，另外一个重要的方向则是上市公司 1 季报所预示的未来方向。

分析师介绍

张凡，北京航空航天大学数学学士，上海财经大学金融数学硕士，现为长江证券研究部首席策略分析师，研究领域为市场策略与选股策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398 13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916 13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926 13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863 13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178 13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860 13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。