

估值结构分化 行情否极泰来

2010年下半年A股市场投资报告

2010年6月25日

投资要点:

- ◇ 10年上半年股市调整的时间和空间明显超过了市场大多数人的预期,从技术面看,大盘有陷入大级别调整格局的嫌疑,而从10年至今已知的基本面数据来看,并不支持股市出现这么大级别的调整。
- ◇ 从行情演变的逻辑看,推动这种调整行情产生的原因只能从市场预期入手,股市行情反映的是对未来的预期,目前良好的基本面数据已经被1664点以来的翻倍反弹行情所反映,而现在市场对未来经济发展的预期却发生了改变。
- ◇ 这种改变来源于国家政策的变化,首先国家在年初就开始回收流动性导致我们对上半年出现行情的研判完全落空,随后国家对房地产行业的坚决调控显示了股市面临的不单是政策退出的问题,而是调整经济结构的问题,困扰我国经济增长的结构问题不是那么容易解决的,动手解决这一问题经济发展势必会出现波折。目前的调整就是在反映经济发展将发生波折的预期。
- ◇ 股指期货为了在难产了三年之后能够以快刀斩乱麻的方式推出,在规则上作出了种种中国特色的安排,但是这些规则的缺陷反而导致股指期货出台成了大盘破位的导火索。股指期货的推出将改变股市长期的博弈格局,其影响不容小视。
- ◇ 目前对这种市场反应未来的逻辑可以从两个角度去理解,一种是市场是过度反映了经济增长的负面因素,另一种是市场只是提前消化负面因素,不同的理解可以给研判下半年行情波动的时间和空间带来不同的结果。我们认为有必要把行情发展的困难估计的充分一些,因为以前的历史证明经济发展的小幅波动有可能造成上市公司业绩增长的大幅波动。不过无论从那种角度出发,都可以得出下半年行情潜藏否极泰来机会的结论,因为政策会设法熨平经济波动,而且股指期货是助涨助跌的双刃剑。
- ◇ 从上半年行情的估值结构变化来看,传统蓝筹股的估值重心已经和成熟市场接轨,未来市场还会出现资金推动型行情,但是泡沫更可能出现在以新兴产业为代表的主题性板块当中,这种主题性品种泡沫的循环和蓝筹股估值重心的企稳互相作用,将构成下半年行情演变的脉络。对于下半年操作来说,新兴产业淘金是进攻型策略,布局消费行业是稳健型策略,而潜伏低估值蓝筹是保守型策略,我们建议主攻新兴产业品种,辅以消费类品种防守,当然投资者应该根据自己的风格去选择合适的策略。

撰稿:

俞杰、王松华、费小平
电话: 0769-22119459
邮箱: yj@dgzq.com.cn

数据图表:

金融工程组、市场策略组
电话: 0769-22119453

市场主要指数 2010 年表现

	收盘点	涨幅
上证综指	2552.82	-21.76%
深证成指	10104.83	-25.94%
沪深 300	2736.29	-23.11%
中小板	5656.81	-1.88%

数据截止: 2010年6月25日

上证综指一年走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

相关报告

2010年下半年潜力股

2010年6月25日

目 录

1.	2010 年上半年 A 股市场回顾.....	4
1.1	调整行情超出市场预期	4
1.2	难看的技术面与抢眼的基本面的反差.....	5
1.3	2010 年上半年市场数据概览	8
2.	市场走势反映的是对未来的预期	11
2.1	政策面的超预期变化	11
2.2	从政策退出到调整经济增长结构	14
2.3	股市的晴雨表作用	16
3.	具备中国特色的股指期货	18
3.1	好事多磨与快刀斩乱麻	18
3.2	中外股市股指期货推出前后走势的对比.....	19
3.3	中国特色的规则限制	21
3.4	股指期货对中国股市的影响	22
4.	下半年行情展望：经济增长的波折如何显现.....	24
4.1	2010 年上半年经济增长形势回顾.....	24
4.2	景气指数显示下半年经济增速将逐季回落.....	26
4.3	下半年经济指标预测	27
4.4	市场预期：最关注的还是政策	29
5.	2010 年下半年操作策略	31
5.1	大盘走势潜藏否极泰来机会	31
5.2	把握估值结构变化，跟随资金泡沫运动.....	32
5.3	组合三种不同的策略	35

插图目录

图 1：上证指数 2010 年走势回顾（附 3478 点以来月 K 线图）	4
图 2：上证指数长期走势的技术分析	5
图 3：06 年以来单季度上市公司净利润总额以及同比增速对照.....	6
图 4：93 年以来 A 股市场市盈率与市净率波动图.....	7
图 5：2005 年以来市场融资情况一览	8
图 6：2006 年以来股票型基金发行情况一览.....	9
图 7：2005 年以来 A 股持仓帐户以及开户、交易数据一览.....	9
图 8：大小非减持月度数据以及当月大宗交易数据.....	10
图 9：06 年底以来我国新增信贷和 M1、M2 增长	13
图 10：1999 年以来 GDP 三大需求的贡献率一览.....	15
图 11：01 年以来股市走势与 GDP、工业增加值波动对照.....	16
图 12：股市周期和经济周期波动	17
图 13：06 年以来中证 500 指数相对沪深 300 指数溢价走势.....	20
图 14：GDP 累计同比增速（%）	24
图 15 社会消费品零售总额同比及累计增速（%）	24
图 16 城镇固定资产投资加速（%）	24
图 17 进口和出口金额同比增速（%）	24

图 18: GDP 与综合预警指数、先行指数走势对照.....	26
图 19: A+H 股溢价走势图	31
图 20: 2010 年上半年三个阶段个股行业涨跌幅对比.....	33
图 21: 不同年份中小板公司业绩增长波动.....	34

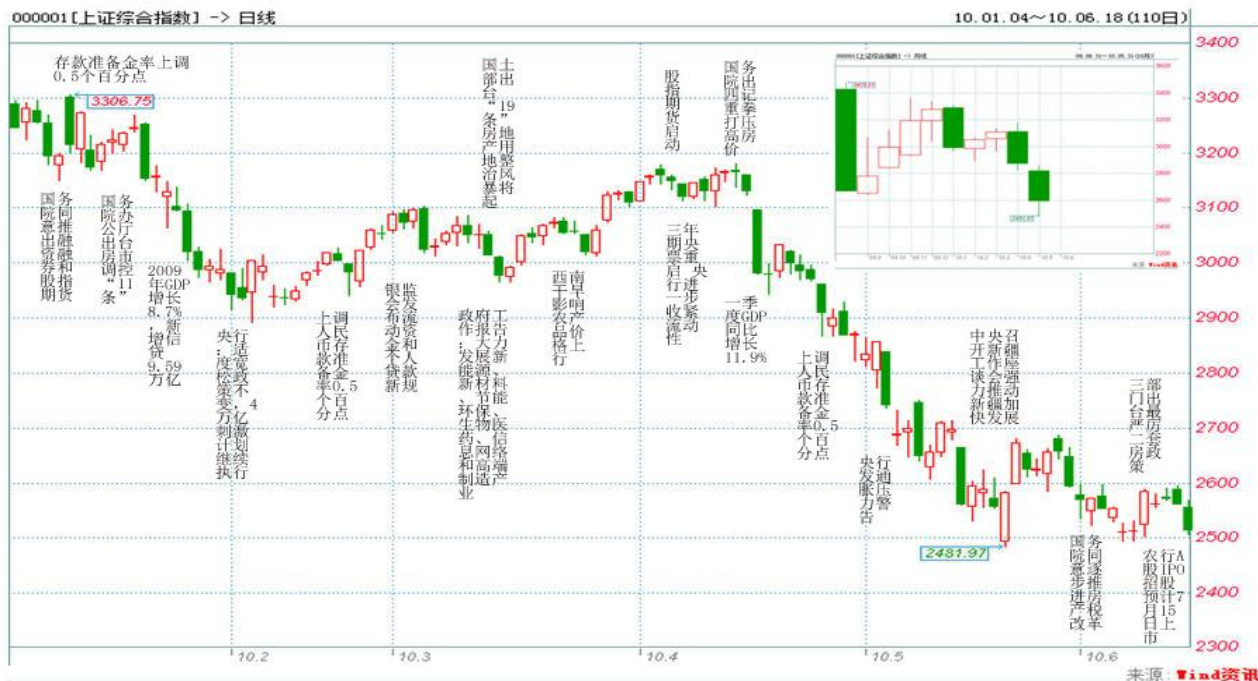
表格目录

表 1: 2010 年上半年政策面、基本面大事一览.....	11
表 2: 股指期货大事进程表	18
表 3: 融资融券大事进程表	18
表 4: 各国股指期货推出前后指数走势对比.....	19
表 5: 股指期货、融资融券主要规则一览	21
表 6: 沪深 300 指数前十大权重股数据一览.....	22
表 7: 10 年上半年年度潜力股涨跌统计（09 年 12 月 11 日至 10 年 6 月 25 日）	35
表 8: 2010 年下半年潜力股推荐表	36

1. 2010 年上半年 A 股市场回顾

1.1 调整行情超出市场预期

图 1: 上证指数 2010 年上半年走势回顾 (附 3478 点以来月 K 线图)



资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

在经历了 2009 年的大反弹行情之后，大多数投资者对 2010 年股市行情都充满了希望，特别是对于 2010 年上半年行情，基于 09 年上半年股市单边上涨的经验，市场普遍预期在年初流动性比较宽松的时候股市能够出现比较好的行情。从 09 年底股市收官的走势来看，这种预期是非常明显的，09 年 11 月上证指数反弹回了 3361 点，之后在 3000 点以上的高位反复震荡，最后 09 年收盘在 3277 点，这离 09 年的高点 3478 点只有不到 200 点的距离。在各大机构 09 年底对 10 年行情的展望当中，尽管大家对 10 年行情高度的研判有分歧，但至少都认为突破 3478 点并不难。当时我们也是如此认为，尽管我们考虑到 2010 年股市将经受诸多考验，但是影响股市的种种负面因素应该在年中之后才会体现在数据上，因此股市在 2010 年将会出现先扬后抑的走势。

然而现实再度证明了市场走势和大部分人预期相反这一规律，在 2010 年上半年上证指数不仅没有摸到 3478 点——事实上在开年上冲 3300 点遇阻之后，3300 点这一点位就成为一道不可逾越的障碍，1 月 20 日股市大跌，从此上证指数就离此越来越远。从上面的上证指数月线图就可以看出，10 年上半年 1-5 月，1 月、4 月、5 月三个月 K 线收阴，单月跌幅分别为 8.78%、7.67%、9.70%，而其中收出阳线的两个月，月涨幅不过 2% 左右。大盘指数下跌时跌势迅猛，反弹时欲振乏力，到 6 月 21 日为止，上证指数已经下探到 2481 点。而 09 年 8 月冲高 3478 点之后的快速调整最低不过摸到 2639 点。换句话说，在 10 个月的时间里指数没有创出新高，反而创出新低，以最高 3478 点计算，跌幅近千点，最大跌幅超过 28%，而以 1664 点计算，从 1664 点反弹到 3478 点，时间也是 10 个月，涨幅为 1814 点，而这十个月就将翻倍涨幅回吐了一半，最大回吐比例已经达到 55%。可以说无论从 2010 上半年行情调整的时间还是空间来看都远远超出了市场预期。在近几年的股市行情中，只有 08 年上半年行情比 10 年更差的。

1.2 难看的技术面与抢眼的基本面的反差

事实上根据上述 1664 点以来行情波动时间和空间的比例来看，2010 年上半年的调整并不简单的一个上升趋势当中的中级调整，而是至少已经长达十个月的大级别调整的一部分，而上一次出现这么大级别调整就是发生在 08 年。结合长期的走势来看，如果单从技术面分析角度来分析，形势是非常严峻的，可以说这种大级别调整打破了自 1664 点以来股市重新迈入牛市格局的结论。

图 2：上证指数长期走势的技术分析



资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

从上图所示的技术面分析来看，09 年上证指数的两个高点 3478 点和 3361 点的连线成为了 09 年下半年到 10 年上半年行情的阻力线，10 年 1 月份大盘在这条线前出现回落，经过 2、3 月的反弹，4 月中旬指数再度逼近这条线，最终却选择了向下，同时直接跌穿了 08 年两个重要低点 1664 点和 1804 点这一连线，这等于是一个长期的三角形整理最终选择了向下突破，目前指数正处于向 998 点和 1664 点这个五年度级别的支撑线回落的过程当中。按照这种分析，6124 点以来的熊市行情并没有结束，1664 点以来的反弹行情并没有使大盘转入真正的牛市轨道，只是扭转了单边下跌的趋势使大盘进入了一个箱体振荡的格局，而 3478 点就成为了箱体上轨的标志，至今大盘还在回落寻找箱体下轨的过程当中。

当然技术分析对于股市分析来说可以有多种结论，以上只是从一种分析角度得出的结论。但是从其他各种技术分析出发，现在大盘面临的形势都是难看的，比如从均线系统看，10 年上半年指数再次跌破 250 日线，而且是一种直接穿透的方式跌破的，按照历史经验看，跌破年线后大盘的长期走势往往是凶多吉少——中国股市历史上指数有 20 多次跌破年线，只有极少数可以在短期内收复失地，大部分都要经历 3 至 6 个月以上的调整才能翻身向上，甚至有长达 1 年以上都在年线之下运行的经历，按照 10 年上半年这种直接杀破年线的走势，短期内翻身的机率十分渺茫。

事实上按照行情调整的空间和时间来看，在长达 10 个月或者以上的行情当中大盘未能创出新高反而回落近 30%，最终能够奇迹般上演大逆转迈向牛市的经历在中国股市历史上只有一次就是 99 年的“5.19”行情。其余的这种级别的调整都是发生在熊市格局当中。对照历年上半年的行情走势就可以看到 10 年上半年的技术图形的结构反而是和 08 年上半年较为相似，如果现在市场运行的是类似 08 年的那种级别的调整，那么 2481 点显然不能说已经到底。

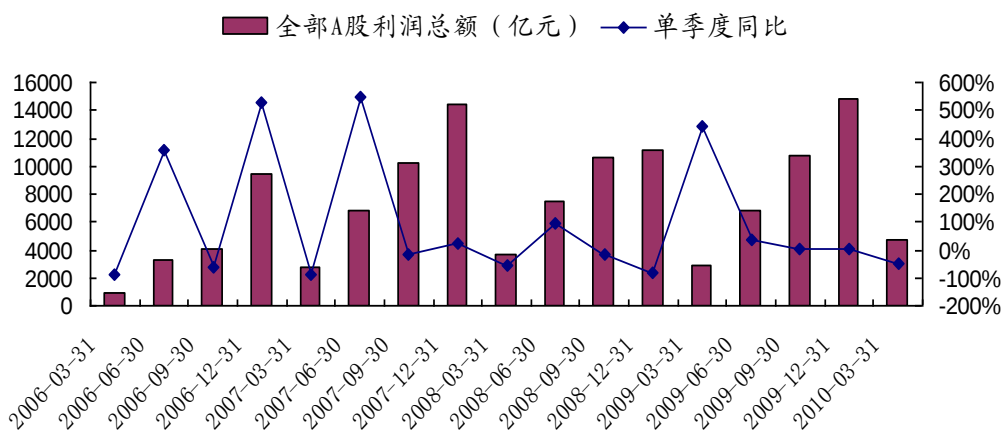
可以说单纯的按照技术面分析，大部分的分析结果都是不乐观的。即使按照技术分析，下半年股市依然有机会，但是这种机会也只是一种向箱体上轨反弹的机会。而这种机会也是跌出来的，大盘在重新返身反弹之前还要完全可以再调整几个月，目前大盘已经把 1664 点以来的反弹升幅回吐了一半以上，而未来这一回吐比例甚至有可能达到 0.618 这一黄金分割比例，即指数要跌到 2300 点左右才能见底。

当然我们分析 10 年下半年走势并不能简单的从技术分析的角度出发，因为技术分析往往是事后诸葛亮，并不具备科学的可验证性。分析 10 年下半年股市行情，我们必须掌握行情演变的内在逻辑。

首先我们必须解决的一个问题就是：按照上面的技术面分析，大盘明显的是陷入了大级别调整格局当中，但是按照 10 年上半年的基本面来看，无论是宏观经济的回升还是微观的上市公司业绩的增长，数据都是非常抢眼的，怎样解释这种技术面和基本面的反差呢？

从基本面看，在宏观经济景气度快速回升的背景下，上市公司的业绩出现了报复性的增长。2010 年一季度，GDP 同比增长达到 11.9%，明显高于当时市场的预期，已经和上一轮景气高峰 07 年二季度的峰值水平持平，而同期 CPI 同比上涨仅 2.4%，却低于市场的预期，到了 5 月份 CPI 才越过 3% 的警戒线达到 3.1%。可以说经济并未明显过热，通胀也控制在正常范围内。受宏观经济景气度快速回升的拉动，上市公司 09 年的年报和 10 年一季度交出了一份靓丽的答卷。

图 3：06 年以来单季度上市公司净利润总额以及同比增速对照



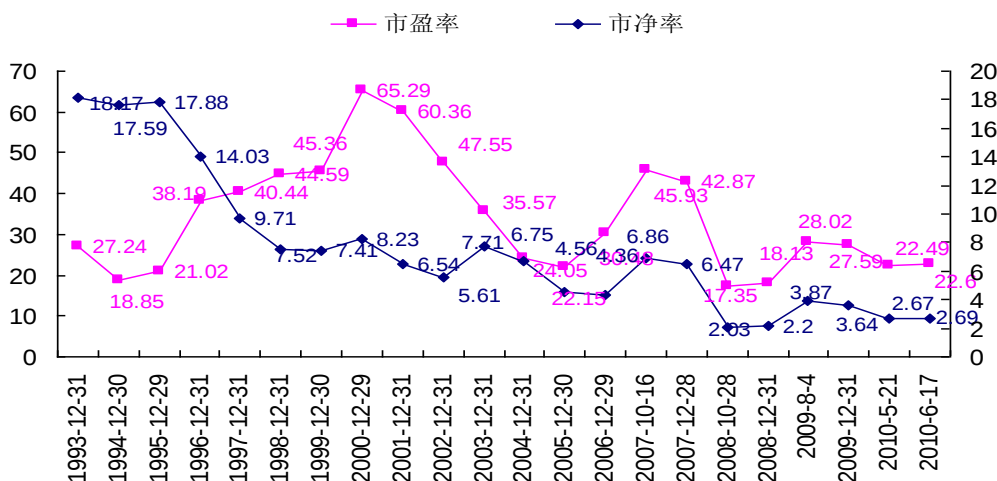
资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

我们曾经在 09 年底对 10 年上半年行情进行展望的时候预测 09 年上市公司净利润的增长有可能超过 25%甚至可能接近 30%，而根据 10 年上半年出台的统计数据，09 年两市 1837 家公司（包括新上市公司）共实现归属于母公司的净利润 10847.90 亿元，同比增长 25.23%，上市公司净利润总和首次突破万亿元。正如我们以前描述过的，上市公司

09 年的业绩可谓是报复性的反弹，在 08 年下降 17% 之后 09 年一下子增长 25%，直接创出历史新高。而且不仅年报符合预期，10 年的一季报显示 1837 家公司一季度共实现净利润 3450.47 亿元，剔除不可比因素后，1759 家公司合计实现净利润 3399.22 亿元，同比增长 63.53%，环比增长 23.46%。从上图就可以看出，上市公司业绩单季度利润在经历了 08 年底的低谷后快速反弹，并在 09 年底进入了稳定增长的轨道。

上市公司的利润总额已经创出历史新高，而无论从同比还是从环比来看增速都回到了历史高峰期的水平，但是 07 年股市重心大部分时间都在 5000 点之上，而 10 年上半年上证指数最高不过 3300 点出头，大部分时间指数都在 3000 点之下，这导致目前股市的整体估值水平回落到了历史较低的水平。

图 4：93 年以来 A 股市场市盈率与市净率波动图



资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

上图是按照整体法也就是把所有上市公司合并当做一家公司（不剔除亏损）计算的中国股市估值波动图，其中 10 年以前每年高点 and 低点的业绩水平取后来披露的当年数据，按照这种方法计算的估值水平波动就剔除了一些水分和静态不可比的因素。但是 10 年因为数据尚未披露，暂时以 09 年业绩计算。显然按照目前各大机构的预测，10 年上市公司业绩仍将取得一定程度的增长，按 09 年业绩计算目前的估值水平是低估的。

根据上图显示，中国股市在 05 年之前估值水平高企，市盈率大部分时间都在 40 倍水平之上，市净率大部分时间都超过 3 倍，07 年大牛市上证指数创出 6124 点峰值，但是当时因为上市公司业绩的大幅增长，当年高点的估值水平除了市净率外并不高，市盈率仅仅只有 45 倍，只是股权分置改革前年份的中间偏高水平，并不是中国股市历史最高的。08 年下半年上证指数杀跌到 1664 点，可以说当时面对的是一种所有悲观预期极端化释放的情景，由于 08 年下半年上市公司业绩水平急剧倒退，当时如果按静态市盈率看市场估值水平仅仅只有 15 倍，但实际上按 08 年年报计算的估值水平为 17 倍。随后 09 年上证指数反弹到了 3478 点，按 09 年业绩计算的动态估值为 28 倍左右。而现在指数回落到 2481 点，按 09 年年报业绩计算的静态估值水平为 22 倍左右，而如果假设 10 年上市公司业绩继续增长 20%，现在市场的动态估值水平为 18 倍，即使保守一点按 15% 的增速计算，现在市场的估值水平也不过 20 倍，单以动态市盈率而论，实际上目前市场的估值水平离历史最惨的 1664 点并不远，只是从市净率等估值水平看，目前市场估值水平还没有回到最低点的水平，历史最低为 2 倍出头，目前市场市净率仍有 2.6 倍左右。可以说最悲观的估值情景尚未出现，但目前市场的估值水平已经明显属于历史

的低位区域了。

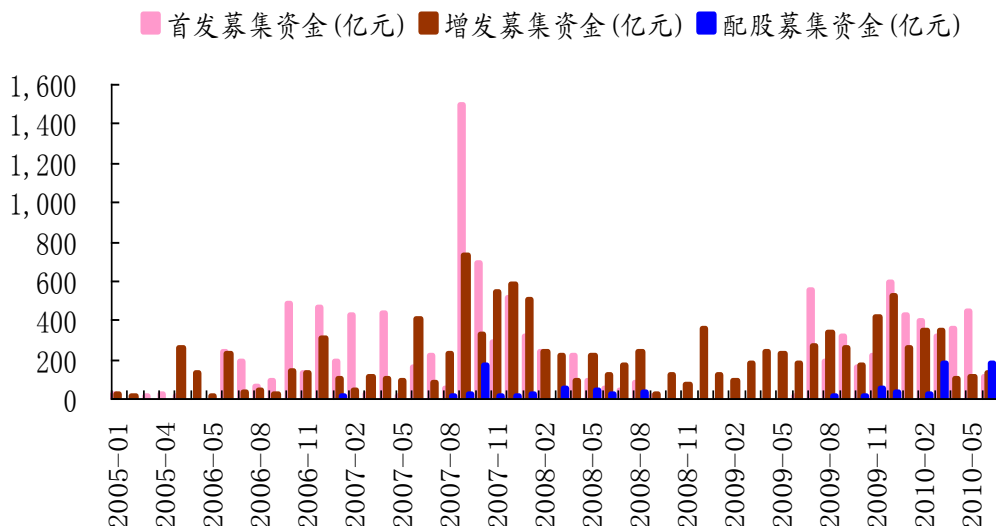
但是这种低估值水平并未带来大盘重心的提升，事实上从上图看，这几年大盘高点的动态估值水平是在下移的，07 年大牛市高点的动态估值其实不过 40 倍出头，而 09 年大反弹高点的动态估值水平已经下降到 30 倍以下，到了 10 年上半年，动态估值水平在 25 倍以上的时间都不多。

1.3 2010 年上半年市场数据概览

可以看到技术面和基本面的数据反差太过巨大。展望 2010 年下半年行情，我们不能简单的依靠技术面分析，毕竟技术面分析只是辅助手段，首先我们必须明白在上述抢眼的基本面数据下股市依然出现超预期调整的逻辑，才能理清行情发展的脉络。

对此我们首先回顾一下 10 年上半年中国股市的主要数据。

图 5：2005 年以来市场融资情况一览



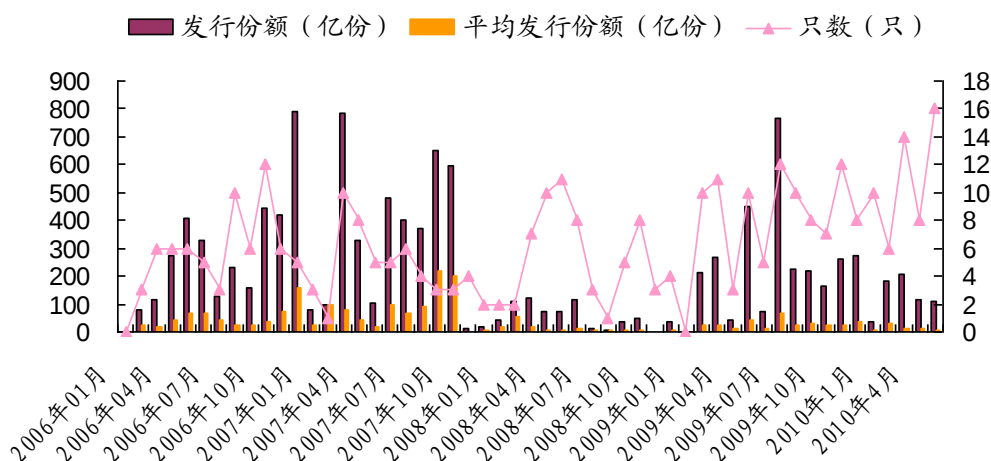
资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯，数据截止至 10 年 5 月

从上图所示 05 年以来的融资情况来看，自 09 年重启 IPO 以来，整个市场融资规模持续高位，截止到 6 月 18 日，2010 年股市融资总额已经达到 3600 亿元。其中 IPO 首发融资 2000 亿元，丝毫不逊于 09 年下半年，而且首发家数已经达到 171 家，已经超过 09 年的 111 家。可以看到，在经历了 09 年底发行高峰之后，整个新股发行在 2010 年持续不断并没有减缓之势。

特别是今年的新股 IPO 中，打着发行定价市场化的幌子，新股定价偏高、超募等现象极其，统计显示，已经上市的新股平均发行市盈率为 56.48 倍，其中创业板为 68.40 倍，象华泰证券这样的股票发行市盈率都远远高于市场同类股票，部分新股甚至定出了市盈率超过百倍的“天价”，最典型的例子就是海普瑞在美国 FDA 唯一认证的光环下以 148 元的天价发行，创下了中国股市发行价记录，而高价发行最终引发了市场用脚投票，跌破发行价甚至首日破发现象都再度重现，不仅是主板发行的股票跌破发行价，中小板、创业板都有股票跌破发行价，这极大挫伤了市场的积极性，让整个融资陷入高价发行——高价圈钱——跌破发行价的恶性循环当中，很显然新股发行制度在重启一年后仍面临有必要进一步深化改革。

此外，在再融资方面，以银行股为代表的再融资压力在 10 年上半年明显加剧，既有招行、交行的配股，又有中行可转债，加上农行的大型 IPO 即将发行以及未来建行的再融资，每一个公司的融资规模基本都超过百亿。市场受困于融资压力，资金面却明显偏紧。按照目前的融资节奏，10 年全年的融资规模不容小觑，预计将超过 7000 亿元。很显然，市场化发行的异化以及无节制的融资，是导致股市在 10 年上半年持续调整的一个重要因素。

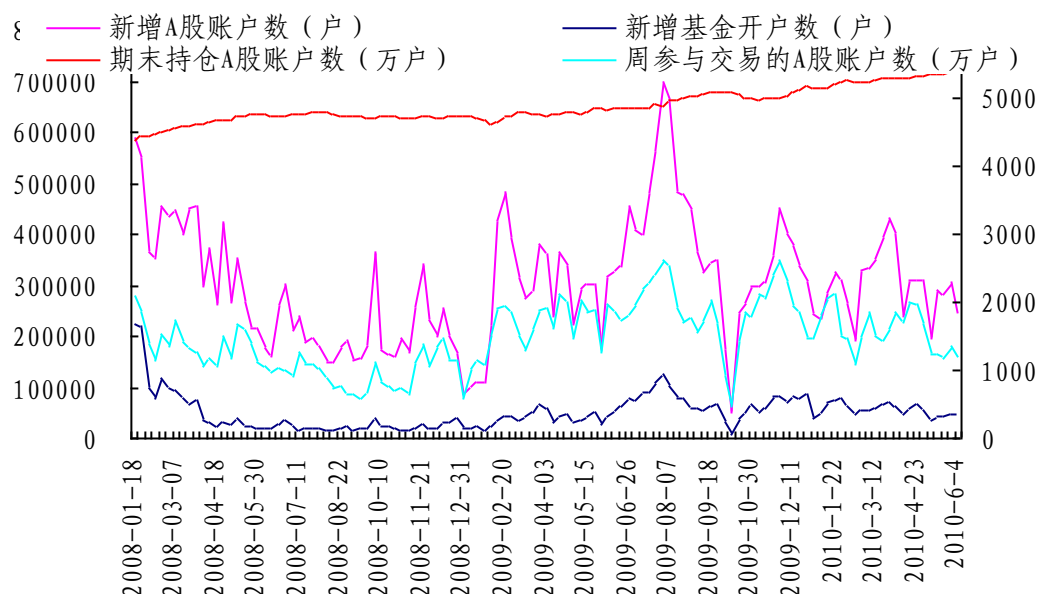
图 6：2006 年以来股票型基金发行情况一览



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯，数据截止至 10 年 5 月

而从基金发行的数据来看，10 年管理继续加快基金审批节奏，希望借此缓解市场调整压力，平均每月基金发行达到 10 只左右的高位水平，然而，更多的基金发行并没有带来发行份额的增加，其总的募集金额已经低于 09 年水平，而且基金平均募集金额也大幅下滑至不足 10 亿。事实上在股改收官之后，基金对股市的影响力已经伴随着其占市场份额的下降而大大降低，目前基金持股总市值仅占市场流通市值的 11%，而这一比例在股改前为 30%。

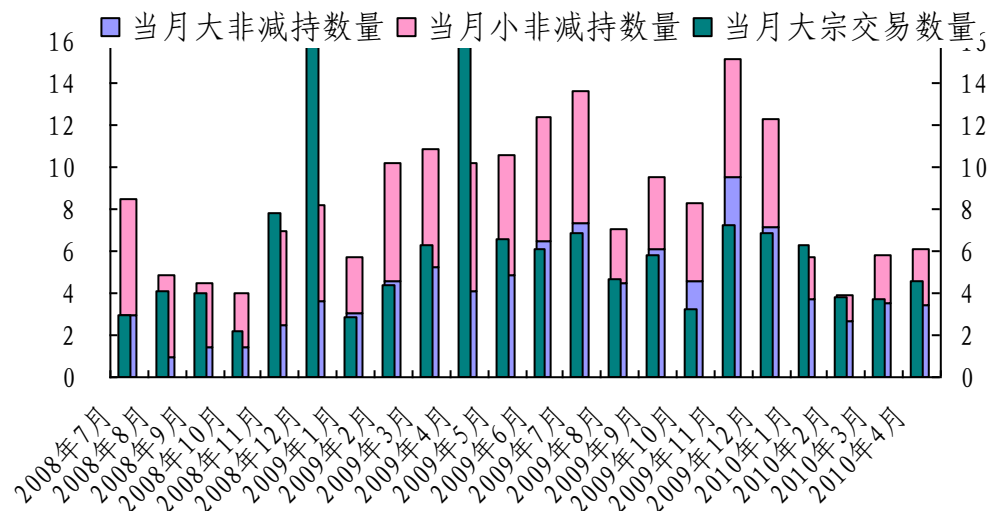
图 7：2005 年以来 A 股持仓帐户以及开户、交易数据一览



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯，数据截止至 10 年 6 月

可以看到，在 10 年上半年市场行情低迷态势之下，基民心态更加谨慎。实际上不仅仅基民如此，股民也是如此。从下图所示的股民开户以及交易数据来看，新增 A 股以及基金的开户数据都相对低迷，在 3 月份行情回暖时开户数似乎有所回升，但随着大盘 4、5 月份的杀跌而再度陷入回落态势，参与交易的数据也是持续低迷。不过，持仓账户数却稳步攀升，更多的投资者在下跌中选择了坚守。这对于下半年行情来说，很显然往上面面临的套牢盘压力是十分大的。

图 8：大小非减持月度数据以及当月大宗交易数据



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯，数据截止至 10 年 4 月

行情的低迷对大小非减持的热情有所抑制，但总体减持步伐仍在继续。从 2010 年的大小非减持数据来看，在 10 年大小非每月平均减持规模在 6 亿股左右。其中 1 月份减持规模最大，约 12 亿股，之后随着大盘的震荡回落，减持规模开始逐步减少。而大非减持持续超过小非，成为减持的主力。实际上，在大小非减持趋于放缓之际，大股东增持潮有所显现，特别是在行情低迷的 5 月份，20 多家上市公司股东相继进行增持，其中长江电力和国电电力增持力度较大，导致该月也成为股东净增持的月份。这也是自 2008 年 10 月以来，再次出现增持规模超过减持规模的现象。另外，大宗交易数量保持稳定，显示出更多的减持选择大宗交易的形式，减持对于二级市场短期走势的影响已经减弱。应该说随着股市逐步步入全流通阶段，大小非减持增持将成为市场的常态，这对于股市长期估值结构的变化应该有很大的意义，我们可以看到在大小非减持数据当中，中小板甚至是创业板的减持现象明显增多，而在主板上不少国企大盘股却在 4 月份后采取了增持的举动，股东的增持显示出产业资金的逐步介入，考虑到产业资本对于公司的深刻认识，他们的增持行为显然对未来的长期走势有看好的风向标意义。

从上面的数据看，2010 年上半年的股市可以说肩负了过多的负担，但是融资压力不应该成为大盘调整的决定性原因，因为和历史相比上 2010 年上半年的融资规模其实并不是最大的，只是融资节奏较快，小盘股发行一批接一批，象市场所担心的国有大行的再融资，不是调低了规模就是改成了可转债等压力后移的方案，对市场的直接冲击实际并不大。

2. 市场走势反映的是对未来的预期

2.1 政策面的超预期变化

事实上对于 2010 年上半年的融资压力，各大机构包括我们在 09 年底的报告当中都已经有所预期，象三大行在 09 年天量的信贷扩张之后将有融资补充资本金的需求、需求融资的规模多大都是可以提前预测的。而探寻为什么 2010 年上半年股市出现超预期的调整行情，我们首先必须搞清楚究竟是哪些因素是当初各大机构报告当中没有预期到的。

回顾我们 09 年对 10 年上半年行情的展望，应该说结论是完全错误的，但是有必要再次回顾一下当时的论证过程，从中寻找错误产生的原因，为研判下半年行情提供经验教训。当时我们认为“经济复苏将成为现实，而市场整体的动态估值处于历史合理区域的中位区。根据历史经验看，几乎每年行情都有超出估值重心的泡沫阶段。而现在政策对流动性的控制并不是坚决的刹车，流动性具备潜在的供给能力，而这一潜在供给在 10 年上半年释放的可能性较大。09 年上市公司的业绩增长将是一种报复性的 V 型反弹，而 10 年下半年将转向平稳增长，随着业绩增长波幅趋缓，2010 年中股市将面临诸多考验，其中最令人担心的是在经济复苏确定无忧之后，刺激经济政策如何退出的问题，这有可能再次引发市场流动性的收缩，导致调整行情的出现。这些问题在 10 年初暂时还不会明朗，在二季度以及之后考验股市的概率较大。”上述分析的各种因素当中，究竟是哪些出现了意外的变化呢？

可以看到我们关于经济复苏的判断没有错，上市公司业绩增长确实是报复性反弹，市场估值也处于历史低位区域，而发生错误的就是关于流动性因素的判断，我们本来预期年初政策面对流动性的调控会较为宽松，而当上半年经济复苏确定之后，到年中国家才会考虑刺激经济政策退出，届时流动性才会趋紧。

表 1：2010 年上半年政策面、基本面大事一览

分类	时间	政策面与基本面
地区 振兴	1 月	国务院发布《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》
	1 月	中央力促西藏跨越式发展
	3 月	八大沿海区域振兴规划密集推出
	3 月	胡锦涛：把西部大开发作为“十二五”重大任务
	5 月	中央召开新疆工作座谈会 一揽子政策强力推动新疆加快发展
	5 月	国务院批准长三角区域规划
	6 月	国务院批复同意深圳特区范围扩大到深圳全市
国际 财经	1 月	在“反思”中开幕达沃斯论坛预警第二波金融危机
	2 月	G7 商定经济刺激计划“不刹车”
	3 月	淡水河谷确定全球现货定价 铁矿石涨幅 100%
	4 月	伯南克发出施压人民币升值最强音
	4 月	标普：下调希腊主权信用至垃圾级 葡萄牙降两级
	5 月	欧盟决定推 7500 亿欧元救助机制
宏观 经济	1 月	2009 年 GDP 增长 8.7%，四季度增长 10.7%
	2 月	胡锦涛提出加快经济发展方式转变八重点
	2 月	中央政治局：保持经济政策力度，加快结构调整

	2 月	国务院六措施推动落实产业调整振兴规划
	3 月	商务部：今年拟用五项措施扩大消费 推动经济发展
	3 月	国务院：引导民间资本进入交通电信能源等领域
	4 月	一季度 GDP 同比增长 11.9%
	4 月	国务院确定九大改革任务 年内出台资源税改革方案
	5 月	央行发通胀压力警告
	5 月	国务院四措施整治地方政府融资平台
上市公司	2 月	招商银行 A 股 220 亿元配股方案正式过会
	4 月	首超万亿 09 年上市公司净利润增 25%
	4 月	海普瑞发行价确定 148 元 创 A 股最高发行价
	5 月	工行 250 亿 A 股再融资锁定可转债；中国银行将发行 400 亿元可转债；交通银行 A+H 配股获证监会通过
	5 月	大股东高管齐掀增持潮
	6 月	农行 A 股 IPO 招股 预计 7 月 15 日上市
市场建设	1 月	国务院同意推出融资融券和股指期货
	1 月	证监会研讨新股发行改制
	2 月	股指期货合约和交易规则正式获批，制度准备完毕，22 日起受理投资者开户
	4 月	股指期货启动
	4 月	证监会：境内上市公司可分拆子公司到创业板上市
	5 月	证监会：严查内幕交易老鼠仓等违法违规行为
	5 月	创业板指数 6 月 1 日登场 基点为 1000 点
突发事件	3 月	西南干旱影响 农产品价格上行
行业政策	1 月	汽车以旧换新补贴提高，最高可补 1.8 万
	1 月	国务院办公厅出台房市调控“11 条”
	1 月	国务院定调三网融合
	2 月	2010 年“中央一号文件”发布，三农仍是焦点
	2 月	国务院通过《公立医院改革试点意见》
	2 月	银监会发通知收紧房地产信托，禁止资金流向土地储备
	3 月	政府工作报告：大力发展新能源、新材料、节能环保、生物医药、信息网络和高端制造产业
	3 月	国土部出台“19 条” 房地产用地整治风暴将起
	4 月	国务院公布九大行业近期淘汰落后产能目标
	4 月	工信部等八部门联合印发 3G 网络建设推进意见
	4 月	国务院出四记重拳打压高房价
	4 月	国务院常务会议部署进一步扶持农业生产的政策措施
	5 月	楼市调控再祭利器 土地增值税从严清算
	6 月	国务院同意逐步推进房产税改革
	6 月	五城市试点新能源汽车补贴 私人购车每辆最高补 6 万元
	6 月	家电以旧换新政策增加 19 个实施省市 期限至明年底
	6 月	认房又认贷 三部门出台最严厉二套房政策
	6 月	三网融合方案通过
	6 月	商务部：汽车以旧换新政策将延长至年底
资金面	1 月	央行担忧升级，存款准备金率意外上调 0.5 个百分点。
	1 月	2009 年新增信贷 9.59 万亿
	2 月	央行公布《2009 年第四季度货币政策执行报告》，预期 2010 年 M2 增长 17%左右

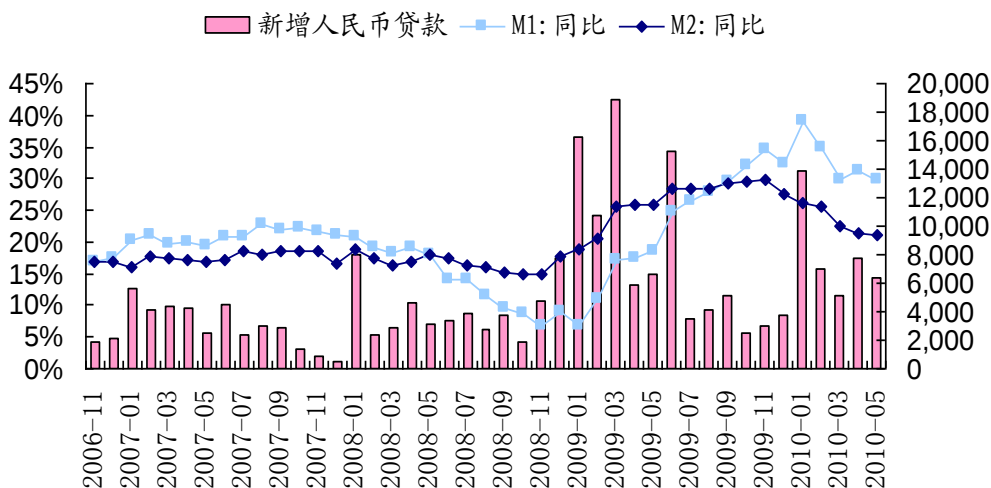
2 月	央行决定上调人民币存款准备金率 0.5 个百分点
2 月	银监会发布流动资金和个人贷款新规，防信贷挪用
3 月	央行两大手段严控信贷突击
4 月	三年期央票重启 央行进一步收紧流动性
5 月	央行上调人民币存款准备金率 0.5 个百分点
6 月	央行连续四周净投放，累计净投放达 5150 亿元

资料来源：东莞证券研究所

但是从上表可以看出，2010 年政策面对流动性的调控从元旦过后就开始了，09 年全年新增信贷为 9.6 万亿，而 10 年根据报道我国政府新增信贷规模的目标是 7.5 万亿，这比起 09 年信贷规模可谓大大缩水，但是相比 09 年之前这种信贷规模依然可以说是宽松的。问题在于 1 月份伊始，银行的新增信贷开始象我们预期的那样受到逐利冲动的推动集中投放时，仅仅开年两个星期新增信贷就超过万亿，短期的集中信贷释放引起了政策面的强力干预。1 月 13 日央行突然宣布上调存款准备金率，而之前市场普遍预期央行要到一季度末才会采取明显收紧银根的措施，随后央行一改调控政策滞后推出的风格，在新增信贷规模扩张已经受到限制的状态下仍然连续提高存款准备金率。

政策对流动性的调控不仅比我们预期的大大提前，同时在对流动性的调控上针对信贷结构采取了很多非常规的行政手段，1 月 20 日传出了银行新增信贷在管理层的窗口指导下被暂停，在一段时间内各大银行的审批放款陷入停顿，随后管理层针对信贷投放实行了强硬的月度规模管理，同时严格控制贷款投向，针对房地产等方向的贷款遭到了严厉的控制。

图 9：06 年底以来我国新增信贷和 M1、M2 增长



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯，数据截止至 2010 年 5 月

虽然从总量规模上看，如上图所示 10 年上半年银行新增信贷规模依然很大，前五个月新增贷款达到 3.31 万亿，我国官方的货币政策依然号称坚持适度宽松的货币政策，但是上述针对流动性结构调控的行政化干预实际上就是一种收紧货币的手段，这种行政化干预的风格其实是和 08 年底政策督促银行紧急放贷刺激经济时是一样的，只是内容截然相反，可以说在同样的适度宽松方针下货币政策内涵其实完全不同。受政策调控影响，10 年上半年 M1 同比增速已经开始回落，根据上图所示，M1 同比增速和 M2 同比增速之间的缺口已经开始缩小，这其实说明民间资金已经开始趋紧。信贷规模总量之所以

还维持在一定的水平，是因为国家还要为 09 年铺开的基建投资等摊子继续提供信贷支持，但是银行资金再也不能象 09 年那样在各个领域到处泛滥了，结构性收紧是 10 年货币政策适度宽松的内涵。

政策对流动性的调控步伐明显快于预期，这对于股市来说造成了立竿见影的影响，我们在 09 年底报告当中预期的上半年先扬后抑的行情就此落空，可以看到在 1 月 20 日有关银行信贷受到窗口指导控制消息外泄后，股市大跌，发生了 10 年上半年第一次急跌调整行情。

2.2 从政策退出到调整经济增长结构

而如果继续往下看大事记的话可以看到 10 年上半年第二次急跌调整行情同样是和政策面的变动有关。4 月 19 日沪深股市大幅跳空低开，随后低开低走毫无抵抗的暴跌 4.79%，创下了半年来的单日跌幅记录，之后大盘走势一泻千里单边振荡下挫，一直跌到 2481 点才有稍微像样点的反弹。这波下跌比 1 月 20 日的下跌势头更猛。可以说 1 月 20 日开始的调整很多人还以为是上升格局中正常的回档行情，而 4 月 19 日开始的调整正如之前我们技术面分析所指出的属于直接破位的杀跌，无情的打破了市场对上半年行情的幻想。

为什么 4 月 19 日股市出现跳水？可以从上面的大事一览中可以看到，在 4 月 19 日前发生了三件大事，第一是外围股市因为希腊主权债务危机的爆发出大跌，第二是股指期货于前一个周末正式上市，第三就是国务院常务会议出台房地产调控新政。

外围股市的下跌显然会对股市造成负面影响，但是外部因素不可能导致股市单边下挫，实际上之后外围股市的同期跌幅明显小于我国，在沪深股市单边下挫期间外围股市曾多次大幅反弹，但均没有对沪深股市产生明显的积极作用。而股指期货的出台显然对股市有重大影响，对此我们将在后面详细分析，但是实际上股指期货刚刚推出之时机构基本没法参与，股指期货不可能对市场走势起到决定性影响。因此很显然，4 月 19 日股市跳水，其中国务院的地产新政是一个最关键的因素。

为什么国务院常务会议出台措施调控房地产可以导致股市出现破位的单边下跌行情呢？回过头去看 10 年上半年的大事一览，可以看到国家对房地产行业的调控早就已经定调，1 月初国家就下发了《国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》。受年初调控消息的影响，地产股在 2010 年上半年就没有走强过，在 4 月 16 日调控新政出台前地产股本来就一直远远跑输大盘跌了不少了，可以说市场对国家调控房地产并不是完全没有预期的，但是地产新政的出台却起到了彻底打破市场对上半年行情看多预期的作用，这是因为地产新政透露出来的政策方向的改变是超预期的。

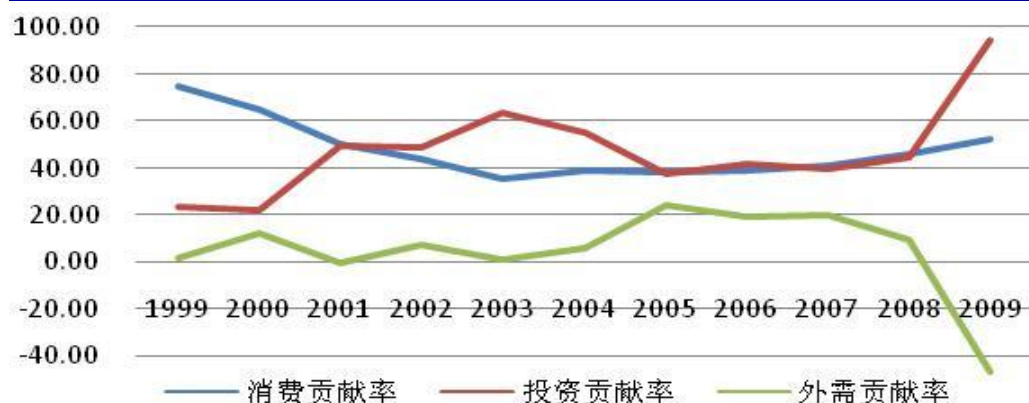
在 2010 年 1 月初《国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》下发后，尽管房地产股股价全面回落，但是房地产市场房价却并没有反应，这是因为之前国家对于房地产行业的多次调控都是雷声大雨点小，最终不了了之，往往是一轮调控过后房价反而创出新高。房地产市场出现这种越调控越高价这种现象的原因本质在于我国经济这十年的增长模式主要就是靠出口和投资两条腿走路，而在这种模式当中房地产以及相关上下游的产业链是投资领域要拉动 GDP 增长的一条主要的产业链。政府卖地，房地产商卖房，房价越高，GDP 增速就越快，然而这种模式是不可持续的，越来越高的房价吸引了大量热钱的炒作使房地产脱离了消费品这一属性变成了一种投资品，成为一种资产泡沫，但是这种泡沫要靠银行不断扩张放贷以及政府不断投入资源来维系，泡沫不可能长期持续，而破灭的越晚后果就越严重，日本房地产泡沫的破灭导致日本经济长期

低迷就是前车之鉴。但是在这十几年政策过度追求经济增长速度的诱导下，围绕房地产市场已经形成了非常强大以地方政府、权贵资本等为代表的利益集团，这些利益集团的存在是房地产市场始终无法走向健康发展的轨道，反而出现了房价越调控越高的恶性循环。其实这种循环的出现是和政策分不开的。以前每次调控房地产的政策目标往往只是暂时控制一下房价上涨，甚至就连这一目标也无法得到贯彻。08 年受国际金融危机影响，房地产市场受到政策调控影响一度出现房价回落，但随后就因为国家不顾一切的刺激经济政策而导致调控虎头蛇尾不了了之。10 年初国家再度提起房地产调控，房价不为所动，其实就是因为只要国家经济政策的本质没有变，还是侧重于 GDP 增长速度，那么按照原有的增长模式，调控就是纸老虎。

在 1 月份国家刚刚宣布重新调控房地产市场时，市场上的预期依然是这种调控只是国家刺激经济政策退出的一部分，并不涉及到我国经济增长模式的变化，打个比方，我国经济增长的火车头本来是沿着投资以及出口这两条路轨走在快车道上，但是 08 年金融危机爆发，路轨上突然出现了陷阱，这个时候国家紧急出手，4 万亿刺激经济计划的出台等于是强行把火车头托过了这个陷阱，但是国家不可能老实托着火车头不放，09 年银行信贷达到 9.6 万亿，这种扩张是不可持续的，因此国家最终会在路轨稳定的路段把火车头放下。但是路轨不变的话，以前十几年这个火车头运行的经验都是可以借鉴的，房地产是这个火车头的重要引擎，这个引擎还会高速运转，房价是不应该跌的。

但是 4 月份国务院会议出台了非常强硬的行政化措施，并且官方媒体开始对房地产市场房价不跌口诛笔伐，将其定调到了影响社会稳定的政治高度。首先政策目标直指房价，对涉及房地产市场的利益集团如地方政府提出了严厉警告，要求稳定房价和住房保障实行省级人民政府负总责、城市人民政府抓落实的工作责任制，住房城乡建设部、监察部等部门要建立考核问责和约谈、巡查制度，对遏制房价过快上涨、推进保障性住房建设工作不力的，要追究责任。种种一刀切的政策干预，就差明说房价不跌不行了。其次会议对房地产行业在经济增长的定位上作出了微妙的调整，不再强调房地产的拉动经济增长的作用，而开始强调房地产市场在保障国计民生当中的消费品属性。在经过 4 月份国务院动用真格的行政化手段之后，市场发现这种调控政策明显是和以前的房地产调控不一样的。

图 10：1999 年以来 GDP 三大需求的贡献率一览



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

从国务院会议所明确的政策诉求看，国家第一次明确的要打压高房价，而之前我们已经分析过了，高房价其实是我国在十几年经济增长模式的产物，不转变经济增长模式，所谓房地产调控不可能导致房价下跌。因此如果国家真的要动房价，这其实意味着我国整个经济政策开始转向，由保增长转向调结构，转变经济增长方式，就是所谓政策推进

经济转型，当然调结构经济转型的口号已经在几届政府文件当中出现很多年的，但是实质是并没有落实。要改变经济增长方式，调整经济结构，一个绕不过去的问题就是如何改善民生，扭转劳动报酬在 GDP 比例中越来越低的趋势，提高老百姓的消费能力，而超出普通老百姓消费能力的高房价就是必须要搬掉的一座大山。国家对房价动真格的了，就说明促进经济转型，调整经济结构的政策终于要落实了。

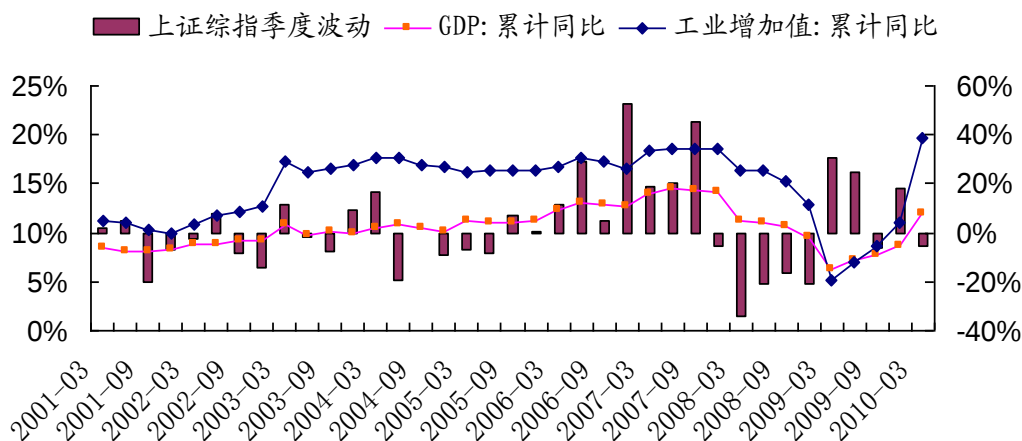
但是从上图就可以看出，调整经济结构并不是一件很容易的事，2000 年以来，在消费、投资、出口这三驾马车对 GDP 增长的贡献当中，投资始终是最大的，08 年国家为了应对金融危机，推出了 4 万亿刺激经济政策，导致投资对 GDP 增长的贡献率飙升到 80%。而在这其中除了建设工程之外，房地产就是主要的投资项目。转变经济增长方式、调整经济结构其实就是要降低经济增长过度依赖投资以及出口的现实，而在中国经济已经依赖这两者增长十多年，依赖度如此之高的情况下，一旦真正动手调整经济结构，经济增长肯定会发生波折。事实上如果调整经济结构很容易的话，在政府文件当中已经喊了多年的调结构，早就可以动手了。社会上有句话叫做“房地产绑架了中国经济”，这句话虽然并不准确，但是却有其道理。现在国家对房价的调控越是严厉，经济发生波折的概率越大。

而当市场发现国家对房地产的调控不仅仅是简单的政策退出而是着力开始调整经济结构后，对未来的预期就改变了。这种改变反映在股市走势上是很明显的，在市场还没有读懂国家调整经济结构的决心前，大盘虽然出现了调整，但空间有限，整个市场对牛市格局的认同度还很高。但是当国家动真格打压房价后，市场开始预期未来经济走势会发生波折，这是调整经济结构必然要付出的代价，随后大盘的调整行情就直接打破了关键的支撑。

2.3 股市的晴雨表作用

从市场预期这个角度我们就可以把握股市发生调整的逻辑。表面看看上去 10 年至今为止的宏观经济数据乃至微观的上市公司业绩增长都非常靓丽，但是股市走势反映的不是现有的数据，而是对未来的预期。

图 11：01 年以来股市走势与 GDP、工业增加值波动对照

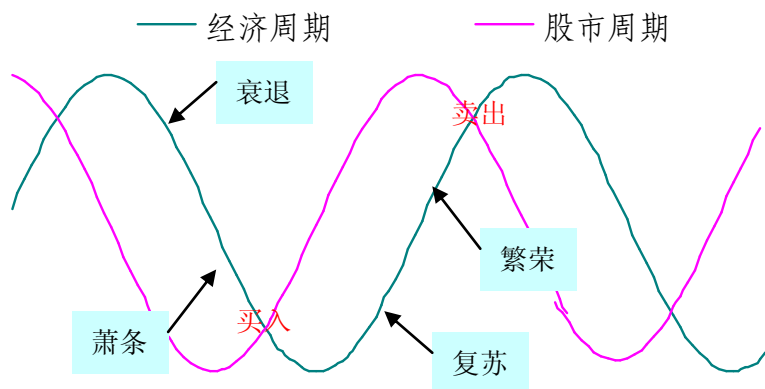


资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

众所周知股市从理论上应该是经济的晴雨表，但是这个晴雨表却不一定反映现在的天气，而是在反映未来经济的变化。上图是 01 年以来股市走势与 GDP、工业增加值波

动的对照，我们曾经在一年前的报告当中分析过这些数据的相关性，发现在股改启动之前，股市的波动和宏观经济数据的波动几乎是不相关的，但是在股改之后，两者的相关度开始急剧提高，特别是股市的波动和后半季度的经济数据相关度更高。这主要是因为，在股改之后上市公司的业绩摆脱了股权分置下股东治理黑洞的影响，恢复了和宏观经济增速高度相关的原貌。在股改之后，市场股份的全流通程度越来越高，随着新老划断之后发行的上市公司越来越多再加上股改已经过了三年大部分大小非的锁定期都满了，10 年实际上市场基本就是全流通了，在这种情况下产业资本已经成为市场博弈当中的主角之一，股市对经济的晴雨表作用实际应该更加灵敏。但是晴雨表的作用意味着股市是反映未来经济周期波动的。

图 12：股市周期和经济周期波动



资料来源：东莞证券研究所

显然从行情演变的逻辑看，10 年上半年在亮丽的基本面数据下股市却大幅调整，在技术面构成大级别调整行情的原因就在于股市行情反映的是对未来的预期这一逻辑当中，就像上图所示的一样，股市的周期总是提前经济周期发生波动的。目前基本面数据确实不错，上市公司业绩报复性反弹，但是这种基本面已经提前被 1664 点以来的翻倍反弹行情所反映，而现在对未来经济发展的预期却发生了改变。这种改变来源于国家政策的变化，首先国家在年初就开始回收流动性导致我们对上半年出现行情的研判完全落空，随后国家对房地产行业的坚决调控显示了股市面临的并不简单的是政策退出的问题，而是调整经济结构的问题，由于困扰我国经济增长的结构问题不是那么容易解决的，动手解决这一问题经济发展势必会出现波折。那么 10 年上半年的调整行情就是在提前反映经济发展即将发生的波折。

从技术面看，股市目前陷入了大级别调整，单从已知的基本面确实找不到下跌动力。但是如果考虑到目前政策面指向调整经济结构，大级别调整行情延续的逻辑就出现了。自 6124 点以来股市的下跌起源于 08 年的国际金融危机，但是金融危机实际是经济危机的一种体现，危机的根源在于世界经济发展结构的不平衡，08 年底各国政府包括我国纷纷出台刺激经济政策挽救危机，但是各国政府推出的这些政策基本属于扩张性的财政以及货币手段，治标不治本，危机起源的结构问题并没有解决，当金融危机平复以后政策就必须指向引发危机的结构问题，否则危机迟早还会爆发。股市从 6124 点跌到 1664 点，罕见的跌幅反映的是这种史无前例的危机的诞生，而从 1664 点发生的翻倍反弹反映的是对政府刺激经济政策的预期，而因为引发经济危机的根源还没有解决，所以股市仍处于一个调整格局当中。

3. 具备中国特色的股指期货

3.1 好事多磨与快刀斩乱麻

表 2：股指期货大事进程表

时间	进程概述
2006 年 7 月 6 日	股指期货八条细则出台即股指期货合约方案(征求意见稿)出台
2006 年 9 月 8 日	中国金融期货交易所(CFFEX)在上海挂牌成立。
2006 年 10 月 30 日	中金所开始沪深 300 股指期货的仿真交易活动。
2007 年 4 月 15 日	《期货交易管理条例》施行，金融期货终获“准生证”，股指期货的法律障碍彻底清除
2007 年 6 月 27 日	中国金融期货交易所正式发布《中国金融期货交易所交易规则》及其配套实施细则。此举标志着中金所规则体系和风险管理制度已经建立，金融期货的法规体系基本完备。
2007 年 8 月 13 日	股票期现跨市场监管协作制度建立。此举标志着证券、期货监管系统内关于股票和股指期货市场跨市场监管协作制度的正式建立，也就是业内俗称的“五方监管”体制
2007 年 7 月 13 日	银建期货、久恒期货首获金融期货经纪业务资格，金融期货市场迈出关键一步
2007 年 8 月 24 日	首张金融期货结算业务牌照问世
2007 年 12 月 27 日	银河证券首获金融期货 IB 业务资格
2009 年 11 月 13 日	中国金融期货交易所第 11 批会员获批，会员总量增至 111 家，其中，全面结算会员 15 家，交易结算会员 61 家，交易会员 35 家
2009 年 11 月 30 日	期市统一开户完成。
2010 年 1 月 8 日	国务院原则同意推出股指期货
2010 年 2 月 22 日	股指期货正式开户
2010 年 4 月 16 日	股指期货正式上市交易

资料来源：东莞证券研究所

表 3：融资融券大事进程表

时间	进程概述
2005 年 10 月 27 日	修改后的《证券法》已经加入融资融券条款，这为融资融券扫清法律障碍
2006 年 6 月 30 日	证监会发布《证券公司融资融券试点管理办法》
2006 年 8 月 21 日	沪深交易所发布《融资融券交易试点实施细则》
2006 年 8 月 29 日	《中国证券登记结算有限责任公司融资融券试点登记结算业务实施细则》公布
2006 年 9 月 5 日	中国证券业协会公布《融资融券合同必备条款》和《融资融券交易风险揭示书必备条款》
2008 年 4 月 25 日	国务院正式出台《证券公司监督管理条例》(2008 年 6 月 1 日起实施)、《证券公司风险处置条例》
2008 年 10 月 5 日	证监会宣布启动融资融券试点
2010 年 1 月 8 日	国务院原则上同意开设融资融券业务试点
2010 年 3 月 31 日	融资融券交易试点正式启动

资料来源：东莞证券研究所

可以看到自 2006 年 2 月经国务院批准，上海金融衍生品期货交易所获准成立后，当年 4 月沪深 300 指数就被定为首个股指期货标的，股指期货仿真交易从 06 年 10 月 30 日开始运行。随后 2007 年 3 月国务院，公布了《期货交易管理条例》，新条例把规

范的内容由商品期货扩展到金融期货和期权交易，就已经为中国推出外汇期货和外汇期权以及股指期货和股指期权等金融衍生品扫清了法律障碍。可以说自此之后推出股指期货已经完全具备了技术条件。但是 2010 年之前股指期货可以说是只闻声音响，不见下楼来，07、08、09 年连续三年市场都有关于股指期货推出时间表的传闻，股指期货仿真交易模拟了三年，传闻预定推出的时间一改再改。同样融资融券也是如此，事实上关于融资融券证监会 06 年就发布了《证券公司融资融券试点管理办法》，08 年 10 月就宣布启动试点，但最终在 10 年之前这些金融创新都陷入实际的停顿阶段。

然后时间迈入 10 年，管理层推进金融创新的步伐却骤然加快，尽管在 09 年底市场就预期管理层在股改基本收官之后将进行下一步的制度改革，目标将直指融资融券、股指期货这些已经准备了近三年的金融创新。但是管理层推进金融创新的步伐却明显快于市场预期。2010 年 1 月 8 日，证监会打破了年初政策面一般不进行大动作的惯例，宣布关于融资融券以及股指期货的试点已经得到国务院的同意，随后在一个月左右各项规则就紧锣密鼓的一股脑推出，2 月 12 日融资融券刚开始划定标的，还没开始铺开试点，2 月 22 日中金所就接受股指期货开户了。仅过了两个月，4 月 16 日股指期货就开锣交易了。对比一下 09 年创业板的推进进程就可以看到，这样的速度可谓一气呵成。在市场还对交易规则有争议的时候，管理层就已经快刀斩乱麻推出把融资融券和股指期货了。

3.2 中外股市股指期货推出前后走势的对比

表 4：各国股指期货推出前后指数走势对比

统计区间/国家与地区	中国大陆	中国台湾	日本	中国香港	印度	法国	韩国
之前一年	26.33%	-21.21%	52.67%	18.81%	-9.82%	40.13%	6.11%
之前三月	-2.53%	-5.11%	15.55%	6.93%	-8.36%	14.06%	8.58%
之前二月	4.41%	-3.01%	12.84%	10.70%	8.82%	8.20%	12.29%
之前一月	6.64%	2.04%	7.37%	13.69%	15.65%	5.71%	8.39%
之后一月	-15.51%	-7.73%	-0.39%	-4.65%	-7.95%	-0.19%	-7.40%
之后二月	-18.73%	-11.16%	-8.52%	-3.91%	-7.18%	7.32%	-15.51%
之后三月	-	-13.71%	-3.22%	-0.25%	-10.18%	12.73%	-17.87%
之后一年	-	-8.68%	44.08%	45.54%	-17.88%	19.65%	-24.26%

资料来源：东莞证券研究所

股指期货的推出对股市走势有什么影响呢？事实上根据国外的经验和传统的理论，股指期货这样作为交易制度的金融创新，从长期来看，并不影响到市场的基本面因而对股市的长期走势并没有明显的作用。我们统计了国外主要股市在股指期货推出前后的长期表现可以看出，在股指期货推出后，股市长期走势有涨有跌，而涨跌方向其实是和股指期货推出前市场的趋势有关，换句话说长期来看股指期货推出前是熊市的，股指期货推出后市场仍处于熊市当中，而长期来看股指期货推出前是牛市的，股指期货推出后市场仍处于牛市当中。

不过从股指期货对市场短期的波动来看，在股指期货推出前一个月，大部分市场都体现出了短期的上涨效应，而随后又体现出了短期的下跌效应，对于这种效应的出现，经济学界仍有很多争议，但从市场博弈角度来看这种效应应该是通过股指期货标的权重的权重股涨跌来体现的。在股指期货推出前市场资金出于博弈的需要更多的流入了指数标的权重股，权重股出现一定幅度的上涨，从而推高了指数，但在股指期货推出后这种资金流入被市场的平衡作用抵消，权重股价格回落，从而导致指数回落。

然后通过中国股市股指期货推出前后的表现来看，这种资金流入指数标的权重股的效应并不存在。事实上通过对比代表中国股市中小盘个股的指数和沪深 300 指数的相对走势，我们可以发现，在我国股指期货推出前，不但没有资金集中流向股指期货的标的指数的权重股，相反资金却在流出权重股而流向小盘股，在我国股指期货推出前指数也出现短期的上涨效应，但这种上涨反而是靠小盘股大幅拉高来推动的，而在股指期货推出后，资金更是急剧流出权重股，市场因此出现大跌。

图 13: 06 年以来中证 500 指数相对沪深 300 指数溢价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

从上图可以看出，这种权重股被资金抛弃的迹象在 10 年股指期货确定推出之后就已经开始酝酿了。中证 500 指数编制的基础是中小盘股，可以说代表的是市场小盘股品种的走势，沪深 300 指数则是股指期货标的，指数样本基本就是蓝筹股，其中银行、保险、券商等金融股是第一大权重板块，其次是采掘行业。这两者的相对溢价在 09 年底之前是在一个箱体中来回振荡运行，换句话说，本来在 09 年底之前市场是存在一个权重蓝筹股和小盘股强弱转换的循环，当小盘股涨幅强于蓝筹股到一定界限之后，小盘股走势转弱，蓝筹股走势转强，然后当小盘股对蓝筹股溢价减少到一定界限，小盘股重新走强，个股风格转换转入下一轮循环。但是在 09 年下半年小盘股相对蓝筹股的溢价就开始逐渐走高，这代表小盘股在 09 年下半年就开始领先蓝筹股走强，并且已经接近之前溢价波动的上限。因此在 09 年底几乎所有机构报告都预期在 10 年股指期货以及融资融券即将推出的背景下，蓝筹股和小盘股将再次出现出现风格转换，蓝筹股会在金融创新推出的推动下转向强势，蓝筹股和小盘股的溢价将再次缩小。但是实际上这种风格转换在 10 年上半年并没有出现，开年以来小盘股相对蓝筹股的溢价反而继续攀升，突破了前几年的箱体上限，不断走高，在股指期货推出后这种溢价同样没有缩小反而出现急剧拉升。这是市场之前没有预期到的。

可以说在股指期货推出后大盘出现了破位下跌，关键原因虽然是我们前面分析的市场预期的变化，但是 10 年上半年蓝筹股出现了在股指期货推出前走势低迷、推出后更加被抛弃的效应，这是加剧指数跌势的重要推手，同时其实也是 2010 年上半年行情调整幅度超出市场预期的原因。我们之前就感到股指期货对股市的影响有不确定性，但我们本来预期股指期货上半年都处于准备阶段在下半年才会正式亮相，可以说 2010 年升上半年金融创新给市场带来了意外的负面效应。

3.3 中国特色的规则限制

表 5：股指期货、融资融券主要规则一览

名称	主要规则	
融资融券	交易期限	投资者从事融资融券交易，融资融券期限不得超过 6 个月
	担保比例	客户维持担保比例不得低于 130%。当客户维持担保比例低于 130% 时，会员应当通知客户在 2 个交易日的期限内追加担保物，且客户追加担保物后的维持担保比例不得低于 150%
	保证金	具有深圳证券交易所会员资格的证券公司（会员）向客户融资供其买入证券时，融资保证金比例不得低于 50%。会员向客户融券供其卖出时，融券保证金比例不得低于 50%
股指期货	投资者认证制度	保证金账户可用资金余额不低于人民币 50 万元等
	最后交易日	沪深 300 股指期货合约的最后交易日为合约到期月份的第三个周五，最后交易日即为交割日
	波动限制	沪深 300 股指期货合约的每日价格最大波动限制是指其每日价格涨跌停板幅度，为上一交易日结算价的 $\pm 10\%$
	保证金	沪深 300 股指期货合约的最低交易保证金为合约价值的 12%
	持仓限额	非套保交易的单个股指期货交易账户持仓限额为 100 手
	强制减仓	中金所在连续出现涨跌停板的情况下可以采取强制减仓

资料来源：东莞证券研究所

那么为什么沪深股市会在股指期货推出后出现这种和国外股市完全不同的效应呢？答案是我们认为这和我国股指期货带有的浓厚的中国特色密切相关。

从上面的融资融券和股指期货规则一览就可以看到，我国的股指期货和融资融券在规则制定上有很多和国外成熟市场不一致的地方。比如说我们在股指期货开户时有资金门槛要求，申请开户时保证金账户可用资金余额不低于人民币 50 万元，要求开户要办理比较繁琐的手续，参加相关测试，要有股指期货仿真交易经历或者商品期货交易经历等，管理层对开户做出如此多的限制，明显是想防范风险，但是这种要求反而使大多数投资者被股指期货拒之门外，在沪深股市账户当中上述符合要求的个人账户比例不到 6%。特别是在对机构开户有更严格的限制，机构连做套期保值交易也要经历层层审核，象空头套保在各种限制下实际都没法做。更具中国特色的是沪深 300 股指期货合约保证金比例最低为 12%，几乎是世界最高的，客户持仓限额暂定为 100 手，这其实也限制了超大规模的机构资金进入市场。这使得我国的股指期货在开锣交易之后成为短线投机者的天堂，9 成以上的交易都是日间交易，机构基本没有参与，至 2010 年 6 月初股指期货开户总数达 3.1 万户，其中一半以上都是短线交易者，法人机构开户比例仅有 2%，即 600 个左右，而这些机构的交易量仅占股指总交易量的 3%。而这些法人中比较大的机构主要是券商，中国股市主要的机构主力基金还基本没有开户。

同样在融资融券业务方面，由于对融资融券标的股票有严格的限制，并且保证金比例要求过高，这使的融资融券业务对普通客户基本没有什么吸引力，自融资融券业务开展到 6 月份，券商经过审批可以用作融资融券业务的资金额度为 400 多亿，但实际额度使用量不到 1%。在行情比较低迷的时候融资融券业务仅有亿元规模的交易，占其标的品种的实际交易额比例几乎可以忽略不计，这怎么能够指望融资融券业务对股票走势当中的多空博弈产生作用呢。

表 6：沪深 300 指数前十大权重股数据一览

股票代码	股票名称	权重（%）	至今涨跌幅（%）	第一大股东
600036.SH	招商银行	3.65	-24.84	招商局轮船股份有限公司
601318.SH	中国平安	2.96	-18.44	汇丰保险控股有限公司
600016.SH	民生银行	2.68	-21.62	新希望投资有限公司
601328.SH	交通银行	2.66	-30.78	中华人民共和国财政部
601166.SH	兴业银行	2.25	-37.47	福建省财政厅
600000.SH	浦发银行	2.20	-16.04	上海国际集团有限公司
600030.SH	中信证券	2.13	-36.98	中国中信集团公司
601088.SH	中国神华	1.75	-33.69	神华集团有限责任公司
000002.SZ	万科 A	1.57	-33.93	华润股份有限公司
601601.SH	中国太保	1.53	-17.14	华宝投资有限公司

资料来源：东莞证券研究所

可以说管理层为了防范风险，在股指期货以及融资融券这些金融创新的规则制定上作出了很多具备中国特色的限制，而这些限制起到的作用实际就是妨碍市场价格博弈机制的形成。象目前参与股指期货交易的几乎全是以短期投机为目的的个人投资者，这就使中国股市并没有象国外股市那样在股指期货推出前出现蓝筹股的抢筹效应，因为我们从沪深 300 指数前十大权重股的数据就可以看到，前十大权重股加起来就已经占到了股指期货标的沪深 300 指数近四分之一的权重，而这些权重股的大股东背后全是国家，而国有资金在股市上的代表社保、保险、基金等却没有参加股指期货交易，这就使机构资金在股指期货交易前没有流入权重股的动力。

3.4 股指期货对中国股市的影响

结果从短期看，这次股指期货的推出，对中国股市反而起到了负面的影响。

这是因为正如我们前面所指出的，股指期货等金融创新前几年好事多磨，这是因为大家对金融创新见仁见智意见分歧不是那么容易统一思想，而管理层为了推进改革，10 年干脆就快刀斩乱麻，但是中国资本市场历史上金融期货是曾经出过惨痛教训的，1995 年国债期货交易爆出的“327”事件一度引起了整个市场的震动，为了避免再次出现这种风险失控的事件，管理层推进金融创新的步伐是快了，但在迈出的步伐幅度反而是缩手缩脚，没有经过充分的准备。其中一个重要的关键在于在国外股市股指期货出台之前融资融券基本已经大行其道，股市本身就存在杠杆机制和双向交易机制，股指期货的推出只是这些交易机制的进一步完善和市场化。但是在我国除了草创期之外股市十几年来只有单向做多才能赚钱，并且没有杠杆交易机制，融资融券作为和股指期货配套的金融创新措施本应进行充分试点，在市场对杠杆交易以及双向交易熟悉之后股指期货再登场亮相。但是现实是我国融资融券几乎是和股指期货同时推出，而且实际融资融券业务的开展受到很大的限制几乎没有什么影响力。

这就给股市短期的波动造成了负面影响，在股指期货交易之前中国股市做空是赚不到什么钱的，只有做多才能赚钱，在股指期货推出前，因为市场资金没有流向蓝筹股，大家认为蓝筹股估值水平较低没有什么下跌空间，所以大盘也就没有下跌空间，这种判断其实隐含的一个前提就是蓝筹股没怎么涨过，下跌是没有什么人可以获利的，习惯了单边做多市场的投资者于是判断大盘没有什么抛售压力，但是在股指期货推出之后，市场大部分投资者才发觉，主力资金是可以从蓝筹股的下跌当中获利的，因为蓝筹股下跌，

期货市场空头可以大赚特赚——即使从目前股指期货交易的持仓金额看，参与期货交易的绝大多数是短线资金，机构资金尚不存在大规模的跨市交易，但是在中国股市老鼠仓的黑幕一直存在，即使证监会对基金经理个人在股指期货市场开户利用公众资金做空套利的传闻进行了澄清，市场对跨市操纵市场输送利益的担忧也是难以消除的。可以说这种突然引入做空赚钱的机制改变了市场单向做多的心理惯性，而蓝筹股本身又受到国家宏观调控政策的影响，机构资金缺乏动力增持指数权重股，在股市上资金反而流向受股指期货交易不大的小盘题材股，股指期货的交易反而放大了做空蓝筹股的效应，短期引起了蓝筹股资金流出——指数下跌——股指期货做空——资金进一步流出蓝筹股的恶性循环。

可以说具备中国特色的股指期货的规则设计和安排最终不仅是沪深股市未能出现所谓的蓝筹股溢价效应反而使股市出现蓝筹股资金外流的负面效应，2010 年 4 月份指数下跌节奏如此之快，股指期货出台对市场单向做多心理的打击是一个重要动力。

但是从长期来看，股指期货对股市的作用是双刃剑，股指期货短期对市场形成的负面效应应随着股指期货对机构资金逐渐开放以及市场本身的修正力量下逐步消除。从长期来看，股指期货对中国股市的影响主要有：

首先股指期货推出将进一步推动 A 股市场成熟化、市场化，这将通过股指期货稳定指数权重股的估值来体现，在中国股市历史上，单边做多的机制往往会引起市场泡沫的全面泛滥，权重蓝筹股的估值在市场泡沫最严重的时候往往也会出现非常高的状态，比如在 07 年中国石油这样的超级大盘股也能够以 40 倍以上的估值发行，但是在未来股指期货规模逐渐扩大，机构投资者逐步参与股指与现货的套利后，权重蓝筹股的估值很难在出现这种严重泡沫化的状态了，这将逐步降低我国股市的估值重心波动的区间，使我国股市整体的估值水平逐渐和成熟市场接轨，这其实在 2010 年就已经开始体现——2010 年至今我国股市高点的估值水平仅 25 倍左右，估值上限的波动范围和以往相比大大降低，这其实就是和成熟市场接轨。

其次股指期货推出将加剧投资者间相互博弈，受限于我国资本市场的特殊国情，在股指期货交易当中个人投资者势必在很长一段时间内是主要参与者，而股指期货属于彻底的零和博弈，这使大盘指数短期在趋势主导下可能会出现过度的波动，跌起来直接到底，涨起来直接到顶，而长期则可能使股市的波动局限在一个大箱体当中运行。

具体到 2010 年下半年，应该说股指期货对市场的效应短期来看仍偏向于空头，但是当中期拐点发生后，股指期货的助涨助跌效应将引起大盘以和上半年跌势相反的势头向上运行。特别如果在机构投资者参与股指期货的规模出现跳跃式增长，很容易引起大盘方向的转折。因为在 2010 年上半年股指期货实际是引发了资金流出蓝筹股，但是一旦机构大规模参与股指期货，那么在国外股市出现过的权重股抢筹效应就有可能再现。下半年我们需要着重关注机构参与股指期货交易的事态发展。量变将引起质变，当机构力量在股指期货交易当中占到一定的份额，按照目前机构持有的蓝筹股估值已经接近历史最低的状态，股指期货更可能会和现货一起携手上涨。

4. 下半年行情展望：经济增长的波折如何显现

政策的变化超出了市场预期，于是市场改变了对未来经济增长的预期，这一预期提前反映在股市走势当中，就形成了 2010 年上半年的调整行情，现在市场已经开始预期 2010 年下半年我国的经济增长将发生波折，但是这种预期是否是正确的呢？

4.1 2010 年上半年经济增长形势回顾

回顾 2010 年上半年我国经济的的增长形势，首先从 GDP 走势看在 2010 年上半年中国经济延续了 2009 年的增长势头。

图 14: GDP 累计同比增速 (%)

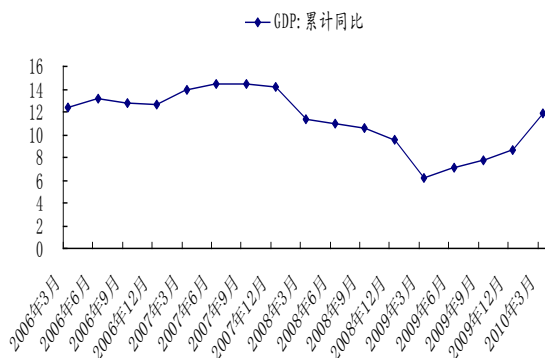


图 15 社会消费品零售总额同比及累计增速 (%)

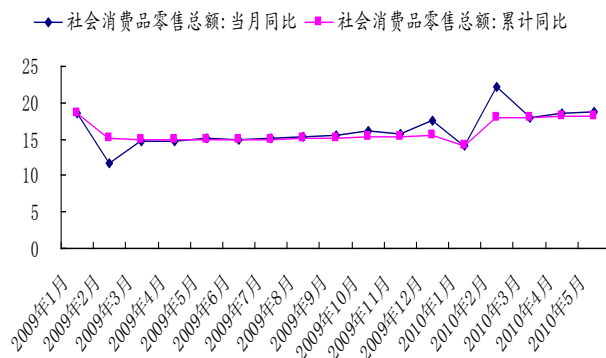


图 16 城镇固定资产投资加速 (%)

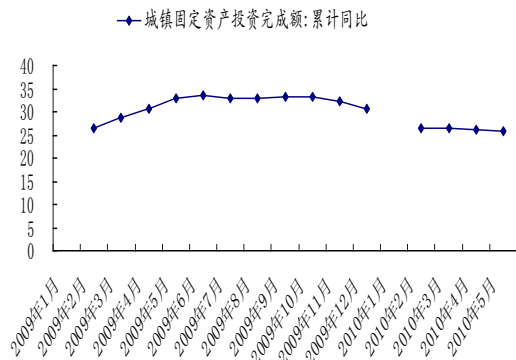
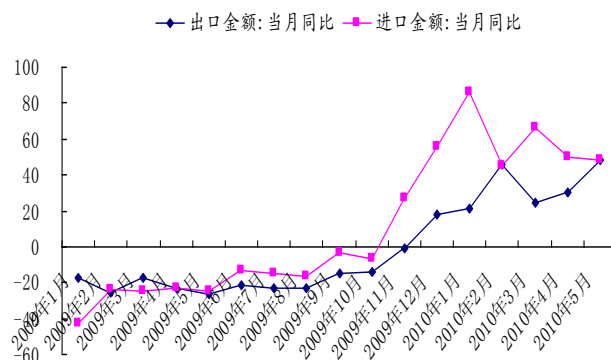


图 17 进口和出口金额同比增速 (%)



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

2009 年中国经济逐季回升，走出漂亮的 V 型复苏轨迹，全年国民生产总值增长 8.7%，“保八”任务成功实现。2010 上半年，一季度国内生产总值 80577 亿元，按可比价格计算，同比增长 11.9%，比上年同期加快 5.7 个百分点。其中，第一产业增加值 5139 亿元，增长 3.8%；第二产业增加值 39072 亿元，增长 14.5%；第三产业增加值 36366 亿元，增长 10.2%。工业生产保持平稳较快增长步伐。1-5 月份，规模以上工业增加值同比增长 18.5%，增速比上年同期加快 12.2 个百分点，比 1-4 月份回落 0.6 个百分点。其中，5 月份规模以上工业增加值同比增长 16.5%，增速比上年同月加快 7.6 个百分点，比 4 月份回落 1.3 个百分点，前 5 个月工业生产呈现出冲高回落走势。中国物流与采购联合会日前发布 5 月份 PMI 值及生产 PMI 值显示，当前我国经济已基本趋稳。

尽管上半年经济保持了高速增长态势，但是面临的形势极为复杂，各种积极变化和不利影响此长彼消，短期问题和长期矛盾相互交织，国内因素和国际因素相互影响，经济社会发展中“两难”问题增多，实体经济层面滞胀压力增大，经济增速放缓趋势明显。数据显示，5 月份发电量同比增长 18.9%，同比增速稳中回落，环比增速进入历年同月的稳定区间，为经济增速趋缓提供了更为确凿的证据。尽管如此，我们认为，二季度宏观经济仍将保持快速增长，预计 GDP 增长将达到 10% 以上。

这是因为我们可以从拉动 GDP 增长的投资、消费、出口这三驾马车来推算 2010 年上半年的数据。据我们初步估算，2010 年一季度，在 GDP 增长的三大需求中，最终消费的贡献率最高，对经济增长的贡献率为 50%，拉动 GDP 增长 5.4 个百分点。第二是投资，对经济增长的贡献率为 48.6%，拉动 GDP 增长 5.2 个百分点。而“净出口”对经济增长的贡献率为 1.4%，拉动 GDP 增长 0.15 个百分点（因支出法 GDP 数据按照年度公布，本估算中 GDP 采用国家统计局公开发布的季度数据替代）。

（1）、上半年居民消费增速加快为经济快速增长提供保障。

今年以来，中国经济保持良性发展态势，回升向好势头更加巩固，持续复苏的趋势得到进一步确认。但当前，欧洲主权债务危机又给全球经济复苏蒙上了一层阴影，尽管其对我国影响有限，但其后续发展态势难以预料，外贸形势并未根本好转，影响我国经济快速稳定增长的因素犹存。面对复杂多变的国际经济环境，我国在讨论宏观调控政策力度是否减弱并退出的同时，还面临保持增长和防止通胀两难选择局面。受此影响，中央预算内资金下拨速度放缓，固定资产投资增速逐月下滑，消费对保持经济稳定较快增长起基础性作用。今年以来，剔除季节因素后的消费增速逐月加快，1-5 月社会消费品零售总额累计同比增长 18.2%，比上年同期加快 3.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 17.8%，比去年同期加快 2.6 个百分点。其中，5 月份同比增长 18.7%，比上年同月加快 3.5 个百分点，比 4 月份加快 0.2 个百分点。

（2）、固定资产投资增速回落，经济拉动作用依旧明显。

美国金融危机告诉我们，作为三驾马车之一的外贸在关键时候难以成为支撑经济稳定增长的“救世主”，上文我们也提及，当前外贸形势仍未明朗，其对经济增长贡献的易变性较大，只有居民消费才能成为经济增长的“稳定器”。但是，受制于居民收入分配不均、社会保障设施不完备及高房价等因素影响，当前我国最终消费对 GDP 贡献率仅为 35.5%，远远低于美国 70% 以上的贡献率水平。为从根本上解决这一矛盾，提高消费对 GDP 的贡献率，并缓解日益尖锐的社会矛盾，从价格快速飙升的房地产业开刀成为决策层的目标。

为遏制房价过快上涨，今年以来，中央及部分地方政府相继出台房地产调控措施；与此同时，经济过热势头初现招致的政府刺激计划的退出也在悄无声息地进行。在上述双重不利因素影响下，固定资产投资增速逐月下滑。统计局数据显示，1-5 月份，城镇固定资产投资同比增长 25.9%，比 1-4 月份回落 0.2 个百分点。其中，房地产开发投资增长 38.2%，新开工项目同比减少 5788 个。相关部门的测算显示，我国固定资产投资同比增速如果下降到 20% 以下，宏观经济就会出现偏冷的迹象，虽然 5 月份超过了 25%，在扣除价格因素后，已接近 20%。为减少固定资产增速下滑过快对经济增长的负面影响，财政部等相关部委已陆续下达中央预算内资金，预计 6 月份固定资产增速将保持在 25% 左右。

（3）、内外需复苏促使进出口保持快速增长。

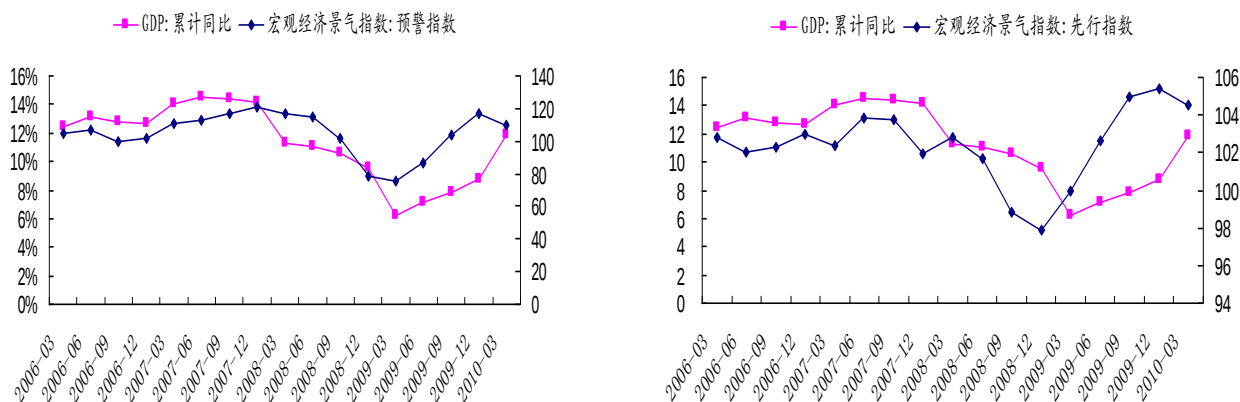
今年以来，在发展中国家经济强劲复苏带领下，世界经济复苏势头良好，受金融危机压抑的内外需求出现井喷，一般贸易商品和加工贸易商品进出口均出现“报复性反弹回升”。海关的数据显示，1-5 月，我国进出口总值同比增长 44%。其中出口增长 33.2%；进口增长 57.5%；贸易顺差为 353.9 亿美元，下降 59.9%。5 月份我国进出口值增长 48.4%。其中出口增长 48.5%，比上月加快 18.1 个百分点；进口增长 48.3%。与 2008 年 5 月份相比，进出口增加 10.2%；其中出口增加 9.2%，进口增加 11.4%。价格上涨及去年低基数是造成进口增速高居不下的主要原因，考虑到国内汽车需求增速下滑，美元上涨所致的大宗商品价格回落，我们预计 6 月份进口增速将会低于本月。

不过 2010 年上半年的经济增长并不是没有问题。经济学原理告诉我们，总需求大于总供给会带来经济的持续增长，而反之则容易导致经济萎靡不振。2010 年上半年宏观经济快速好转的表面原因似乎在于总需求与总供给之间的相对关系发生逆转，但其核心原因在于 4 万亿刺激经济政策释放了未来需求，但增长方式却仍是原有模式的延续，并未改善我国经济增长的结构性问题，这等于是透支未来经济增长潜力来平抑国际金融危机的影响。如果不调整政策，最终会导致未来经济增长出现更大的危机。因此我国的政策上半年是以继续应对国际金融危机、保持经济平稳较快发展为主要任务，而下半年则会转向以加快转变经济发展方式、加强收入分配调节为主。温家宝总理在政府工作报告中指出，今年要加快转变经济发展方式，调整优化经济结构，大力推动经济进入创新驱动、内生增长的发展轨道，并在继续推进重点产业调整振兴的同时大力培育战略性新兴产业。从目前政策的定调看，现在国家政策已经不仅仅盯住 GDP 增长的速度，而开始关注 GDP 增长的结构和质量，下半年经济增速在政策导向的改变下肯定会出现减速迹象。

4.2 景气指数显示下半年经济增速将逐季回落

首先从趋势上看，经济景气指数和预警指数是两个分别表示经济整体走势和经济运行所处位置的定量分析指标，从时间上来看，这两个指标能较好地反映我国经济短期波动特征和长期趋势状态，对我国经济运行规律的刻画较为准确。利用截止到 2010 年一季度官方公布的季度统计指标，计算出预警指数、先行指数。虽然略有偏差，但这些指数与经济增长（GDP）的走势有明显较强的相关性。

图 18：GDP 与综合预警指数、先行指数走势对照



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

我们利用数据拟合的结果显示，GDP 与综合预警指数等是明显相关的。根据上图显示，宏观经济预警指数已连续三个月呈下降趋势，而预警指数走势大约领先于 GDP 一至

两个季度，同样 GDP 先行指标也开始在 10 年 5 月份出现拐点。也就是说今年三季度至年底，我国 GDP 增速将出现回落。

4.3 下半年经济指标预测

那么具体 2010 年下半年经济增长的数据会是多少呢？我们曾经在 09 年底对 2010 年宏观经济增长进行测算，1984-2010 年实际 GDP 增速的均值为 10.1%，潜在 GDP 平均增速为 14.99%，潜在值比实际值平均高出 4.89 个点。现在考虑到前期房地产及信贷调控政策尚未见停，下半年潜在 GDP 将远远低于 14.89% 的预期值，产出缺口在二季度继续收窄后将于三季度出现拐点。因此有必要重新对消费、投资、净出口等三大拉动因素进行估算，进一步修正我们的预测。

（1）、首先下半年消费对经济增长的拉动作用更加明显。

下半年，政策因素将继续成为支持消费增长的重要动力。扩大消费需求，提高消费对经济增长的贡献度是当前及未来一段时间我国宏观调控政策的重点，但上半年房地产调控政策的负面影响部分抵消了家电及节能产品消费政策的做作用，而汽车消费则随着油价上调呈现边际递减作用，促进消费的作用不明显。尽管我国已经着手研究通过加快城镇化建设、实施收入分配改革、增加居民社会保障、大幅增加工资收入等途径来从根本上增加居民消费，提高消费对经济增长的贡献，但这些政策在短期内仍面临较大的制定和实施困难，且没有明确的时间表。短期内，新的消费政策培育与支持仍是促进经济增长不可或缺的手段，下半年出台新的消费支持措施的概率较大。

根据经济学原理，影响居民消费增长的变量主要是收入，分析国内外学者的研究成果发现，消费与收入间存在持久收入假说式的长期协整关系，统计结果显示，城镇居民当期的消费与本期的收入、前期的消费习惯相关；而农村居民当期消费则主要由当期收入、两期前收入及消费有关。根据 2010 年上半年城市居民和农村居民收入以及支出的建立模型估算，我们推算出今年下半年城市和农村居民消费增速分别为 18.5% 及 15.7%，在社会总消费当中，农村居民消费占 16%，而城镇居民消费占 84%，据此我们得出下半年消费增速为 18.05%，有消息称，政策目标是今年将大幅增加居民收入，但我们认为年内实现该目标难度较大，短期内对居民消费的影响有限。

（2）、社会投资将成为防止投资增速下滑过快的生力军。

今年 1-5 月，固定资产投资保持较高的增长速度，我们认为，2010 年下半年投资仍将是拉动经济增长的主动力。原因有四：一是地方政府投资热情不减，二是前期新开工项目需要后续投资支持，三是民间投资意愿增强，四是灾后重建投资增加。公开资料显示，今年投资计划规模依然较大，重庆市推出当年 1 万亿投资计划，湖北省公布了中长期 12 万亿投资计划。2009 年新开工项目投资增长 67.2%，今年一季度增长 34.5%，尽管 4-5 月份增速一路下滑到 26.5%，但仍与危机前经济快速增长时期的增速大致相当。下半年投资的增速会小幅放缓，但为防止半拉子工程出现，后续投资仍将保持一定规模与增速。随着经济形势好转，企业效益增加，以及国家鼓励民间投资措施出台，使社会投资活力逐步被激发，预计下半年社会投资将成为拉动投资增长的主要力量。今年以来，西南、青海等地发生了罕见的干旱与地震灾害，为保证当地人民生活，恢复灾区生产，针对灾区的各类投资将大幅增加。财政部 5 月 14 日公告称，近日，中央财政决定提前半年下拨地震灾后恢复重建基金，向四川、甘肃、陕南下拨 248 多亿元，重点支持灾后城乡基础设施、公共服务、防灾减灾、产业重建等方面 4000 余个项目恢复重建。此外，国家发改委于 5 月上中旬分别向陕西、四川等省份下达粮油仓储设施项目 2010 年中央

预算内投资资金。我们认为，这些预算内投资只是一个开始，下半年政府相关投资将会陆续下达。

尽管如此，房地产市场调控的广度、深度与持久度将成为下半年固定资产投资增长的主要影响因素。中国的固定资产投资中，房地产投资大约占比 20%，一系列房地产调控政策的出台，可能导致未来房地产投资额下降，进而影响整个社会的固定资产投资。再加上房地产业产业链比较长，这种影响未来可能会向上下游传导，进一步加大对投资的影响。因此，要想保证下半年中国经济平稳发展，就需要有新的投资增长点接力房地产。另外，在没有看到实施细则之前，“新 36 条”对民间投资的促进作用究竟怎样，民间投资能否接过“4 万亿”投资的接力棒，成为下半年中国经济发展的重要推动力，尚存疑问。尽管如此，为保持宏观经济平稳增长，避免大量开工项目成为“烂尾”工程，宏观政策收缩的力度有限，下半年固定资产投资对 GDP 增长保持一定的拉动作用问题不大。

固定资产投资包括企业、政府及引进外资三部分，但由于引进外资数量相对较小，我们主要考虑企业及政府投资。直观来看，影响企业投资的主要因素有产出及资本使用成本，但考虑到我们基本国情，企业投资在一定程度上会受到政府行为影响。随着改革的不断深化，政府投资逐步退出了一般性固定资产投资领域，这时的政府投资主要起两种作用，一种是保证国家重点建设项目的需要，二是作为财政政策服务于某种目标，而这种目标主要包括保持经济稳定增长及减少失业率。因此我们可以从对政府投资入手推断下半年投资对经济的推动力。而影响政府投资的因素主要有财政收入、经济增速及失业率等。实证结果显示，GDP 每增加 1 个百分点，政府投资就要相应增加 0.71 个百分点；财政收入中的 63% 用于投资领域，而投资每增加 3.44 个百分点，失业率就会降低 1 个百分点。从现有数据我们推算出财政收入二、三、四季度增速均值分别为 113.6%、45.4% 及 25.6%，这样我们算得今年二、三、四季度的收入同比增速分别为 20.46%、24.53% 及 11.8%，并推出二、三、四季度全社会固定资产投资增速分别为 12.9%、15.5% 及 7.4%。但其中未考虑政策因素导致的非常规银行贷款，假设银行贷款规模为 7.5 万亿，且按照 3322 的节奏投放，三季度固定资产增速为 23.5%，四季度为 23.2%，二季度为 24.9%。

（3）、多种因素致使外贸形势不容乐观。

海关总署 11 日的报告显示，今年前 5 个月，进出口贸易保持高速增长，5 月份当月出口增速更是大大超出我们预期，但贸易顺差为 353.9 亿美元，却下降 59.9%。广交会一直被视为中国出口的“风向标”，其成交金额可以看作是出口的“先行指标”，从今年春交会的交易数据来看，出口成交额为 343 亿美元，比去年春交会增长 64.2%，比去年秋交会增长 12.6%，虽然仍比 2008 年春交会下降 10.3%，但中国的出口正在回暖是毫无疑问的。尽管如此，贸易顺差同比大幅下滑仍值得我们警惕。

全球经济复苏态势不容乐观。美国最新数据显示，5 月 CPI 环比跌 0.2%，跌幅较上月扩大 0.1%；受美国私营经济单位复苏前景不容乐观影响，美国 5 月失业率仍保持在 9.7% 的高位。受此影响，美国消费信贷增速较前值有所放缓，4 月份个人消费支出持平，而 3 月份为上升 0.6%。尽管美国一季度 GDP 增速达到 3.0%，但政府投资仍然成为投资的主要拉动因素，私营经济单位投资并没有明显增加，在当前经济刺激力度减弱的情况下，美国经济能否保持持续增长将关系到我国下半年贸易情况的好坏。欧洲方面，希腊主权债务危机已经促使欧盟各国推出一系列财政紧缩政策，紧缩政策对欧盟经济增长及消费产生负面影响。而欧盟是中国的第一大出口目的地，欧盟市场的萎缩自然会抑制中

国出口。即使未来进口减小，恐怕也难以弥补外需增长乏力带来的出口，今年顺差减小几成定局。

商务部新闻发言人姚坚 5 月 17 日表示，今年我国贸易顺差会在前年 2900 亿美元、去年 1900 亿美元的基础上大幅下降，全年进出口将维持基本平衡的状况。当前，人民币有效汇率已较年初升值 7%，尽管如此，美国民主党参议员查尔斯·舒默于美国当地时间 6 月 9 日表示，未来两周内将推动参议院就一项针对中国汇率政策的议案投票，以进一步强压人民币升值。此外，美国总统奥巴马已明确表态要提高外贸对经济增长的拉动左右，新“重商主义”的风云再起也对下半年外贸形势增添了一份不确定性。

除了欧元区主权债务危机以及美国贸易保护主义这些因素之外另一个不确定性是人民币汇率机制的调整，这有可能将导致汇率升值，对顺差的增加带来较大影响。中国人民银行新闻发言人 19 日发表谈话表示，当前全球经济逐步复苏，我国经济回升向好的基础进一步巩固，经济运行已趋于平稳，有必要进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性，其调整力度和方式的不同将对外贸造成不同的影响。OECD 近期将美国及欧盟的经济增速分别上调至 3.2% 及 1%，这将拉动顺差增加 27.2%，但这并未考虑人民币汇率调整、贸易保护及欧元区财政紧缩等因素。假设人民币年内对美元升值 10%，则进口相对价格将降低，而出口相对价格将大大增加，贸易顺差规模将较去年减少 37.2%。

4.4 市场预期：最关注的还是政策

根据上述对消费、投资及贸易顺差的估算，我们预计二季度 GDP 增速减缓至 10.9% 并带动上半年 GDP 累计增速为 11.0%，而下半年 GDP 增速将进一步放缓至 10.36%。

如果单从这个数据来看，2010 年上半年的调整走势明显有过度悲观的反映了未来的嫌疑，因为实际上按照理论模型的推算，下半年经济增长能够取得这样的数据，可以说下半年经济增长的波折并不大，可以说是一种正常的企稳回落的波动，经济增长依旧保持高速运行。这意味着 2010 年下半年股市应该就纠偏反弹行情，而且在澄清了市场疑虑之后，市场的预期将再次出现一百八十度大转弯，大盘怎么跌下来的，完全可以再怎么涨回去。

但是首先理论模型的推算和实际经济数据往往会有差距，由于影响宏观经济的变数太多，而且各种影响因素本身又是互相作用的，上文我们按照经济学上的理论模型，把经济增长动力拆分为：消费、出口、投资三部分，分别建立模型进行拟合，但实际上这三者之间并不是独立绝缘的，很多因素是牵一发动全身，数学模型的有效性还需要验证。就像 08 年上半年一样，大多数经济学家从常识出发对下半年宏观经济走势的预测最终证明是完全错误的，因此对上述理论的推算只有当三季度数据出台才能判断准确度如何。因此现在尽管市场已经有研究机构在通过对下半年经济走势的分析得出结论，上半年市场已经过度调整，目前的下跌是一种非理性的行为，但是即使这种看法是对的，市场也不是短期就能由非理性回归理性。

其次，我们注意到，对于股市而言，宏观经济的成长的影响主要是通过上市公司业绩增长的变化来影响到市场对股市估值重心的判断。但是前两年年的例子证明，在宏观经济增速变化不大的情况下，上市公司的业绩可能出现大幅波动。08 年上半年我国 GDP 增长为 10.4%，下半年受国际金融危机影响最终全年 GDP 增长回落到 9.0%，而我们上市公司业绩 08 年半年报净利润还有同比 16% 的增长，但是到最终 08 年年报收官上市公司净利润同比下滑 18%，GDP 增速仅仅只有 1 个百分点的变化，上市公司业绩就出现了

变脸。同样 09 年我们 GDP 增速只是 8.7%，上市公司业绩同比却出现同比 25% 的增长。这样看来即使下半年经济增长的波动只能一种窄幅波动，但是上市公司的业绩波动却有可能放大波幅，导致市场的估值重心再次被重估，即使从目前看整体市场估值的绝对值已经处于历史低位区域，这种价值重估也妨碍了股市翻身向上。因此我们有必要把下半年经济波折对股市造成的影响估算的更充分些，不能过度乐观。

从根本上看，我们对经济波折影响股市行情预期持谨慎态度的原因在于，实际上市场最关注的不是当期的经济波动，而是政策有可能对未来经济产生的影响，10 年上半年股市走势之所以出乎意料大幅调整，最主要的就是政策面发生了超预期变化，现在展望 10 年下半年行情，改变市场预期的最主要的还是政策因素。经济增长继续保持较高速度其实并不一定是好事，因为经济增速保持稳定高速的状态，在目前政策已经着眼于调整经济结构的情况下，其实是为政策进一步调结构提供了回旋的空间，导致刺激经济政策在下半年退出步伐更快，而政策针对经济结构的调控会更加频繁。这会使中国股市占权重相当大的传统行业依然面临政策调控的压力。反而是经济减速明显，国家就会在保增长以及调结构在两个目标之间权衡，不会再一味的调结构而是会考虑出手维护经济增速稳定，这其实就会再次改变市场的预期。

总之我们认为在 2010 年下半年，经济增长波动和政策的互动将成为影响股市预期改变的关键因素，不管经济增长是不是二次探底，只有当政策风向标改变，股市才有可能摆脱目前估值在历史低位区域徘徊的困境。

5. 2010 年下半年操作策略

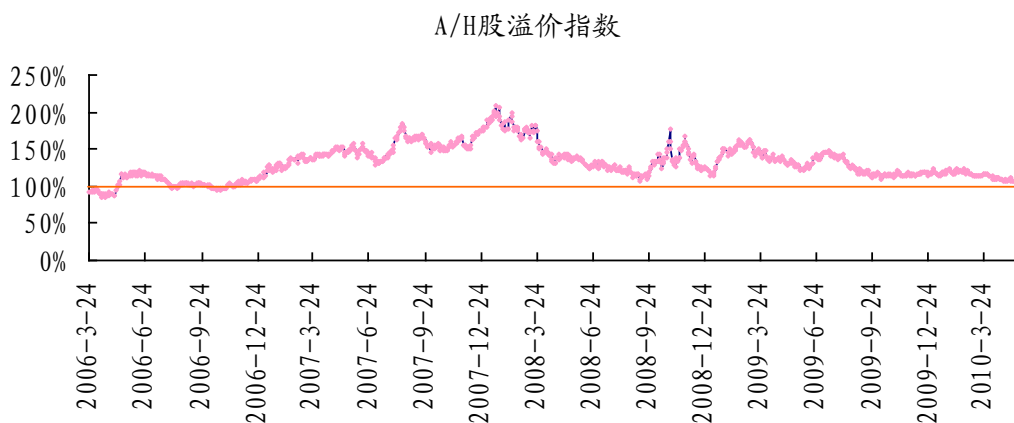
5.1 大盘走势潜藏否极泰来机会

展望 2010 年下半年行情，我们认为首先从市场反应对未来的预期这一逻辑出发，目前我们其实不用过度悲观，因为对这种市场反应未来的逻辑可以从两个角度去理解。

一种理解是 2010 年上半年市场的调整已经过度反映了经济增长的负面因素，考虑到根据我们的模型推算下半年的经济增长仅仅是略微减速，因此这种逻辑是有可能成立的，这种理解从“市场是错的”这一理念出发，显然按照这一理念，在下半年宏观经济数据依然保持优良的状态下市场的错误不可能继续，下半年行情就将对这一错误进行修正，那么下半年行情的方向只能是振荡向上，而且从纠正错误的角度出发完全收复失地也是可能的。

另一种理解是 2010 年上半年的调整只是在提前消化经济增长的负面因素，这种理解的逻辑显然是从“市场永远是对的”这一理念出发，认为现在分析经济究竟会减速多少其实没有意义，未来已经反映在股市现在的走势当中了，可以说这种理解其实是一种技术派的分析，因为技术分析的三大假设其中之一就是市场走势已经反映一切信息。但是即使从这种角度出发，2010 年下半年的股市同样有出现一波中级行情的机会。因为同样技术分析三大假设之首就是历史会重演，我们可以回顾中国股市的历史，从 3478 点以来股市已经调整了 10 个月，指数已经把之前上升行情的涨幅回吐了 55%。而 2000 年以来中国股市调整超过 10 个月没有出现一波大级别行情转折的只有两次，一次是 2005 年，一次是 2008 年，前者大盘调整了 15 个月最后以股改为契机展开了罕见的两年大牛市，后者调整了 13 个月然后出现了一波 1664 点到 3478 点的翻倍反弹。可以说从最极端情况看下半年股市也将发生中期转折，正常的按照时间周期转折点应该落在 3 季度之间，而随后的一波行情虽然空间上未必是上述前一种理解的那样一种报复性的上涨，但从级别上至少也是和自 3478 点这波调整同级，那么时间至少可以持续三个月至半年。

图 19: A+H 股溢价走势图



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

可以说无论从那种理解出发，2010 年下半年都存在否极泰来的转折机会，只是不同理解对下半年行情发生转折的时间早晚、空间的高低有不同的判断，但有一点判断统一的是转折一旦发生，行情的级别将至少是中级以上的反弹。而这个判断得到了其他方面的论证的验证。

首先从基本面看，上图是港交所发布的 A+H 股溢价指数走势图，这个溢价代表了凡是股本当中既有 A 股又有 H 股的上市公司两地股价的加权后的差价，可以看到除了在刚刚颁布的时候 A+H 股溢价跌破过 100%，目前是第一次两者的溢价又跌到了 100% 之下，这其实是说明除了历史遗留的一些不重要的公司 H 股股价还远远低于 A 股股价，占 A+H 股溢价指数权重最大的那部分股票——主要是近几年上市的一些大盘国企股，H 股股价已经比 A 股要贵了，特别是保险、银行等股票，H 股股价已经比 A 股贵了 10% 以上，这说明其实从估值上看，我国股市占权重很大的部分蓝筹股估值已经完全和成熟市场接轨，基本没有泡沫，在这种情况下，股指其实很难再现大幅下跌。

其次从政策面看，我们之前已经指出市场现在最关注的是政策调控的变化，而现在政策对经济结构的调控正在加紧深化落实当中，但是政策不可能只有一个单一目标，从历史上看，政策往往是一张一弛来回在几个目标当中摇摆，保增长和调结构，现在政策无疑目标以调结构为主，但未来又有可能适度的偏向保增长，因为政策总是会想法熨平经济波动，当经济增长发行波折后，就有可能微调。政策调控现在已经被市场充分预期了，而未来政策的变化同样有可能提前反映在股市走势当中，因此当下半年房价回落、GDP 增速下降等数据出台后，股市就有可能在政策改变的预期下出现转折。

最后从市场博弈的角度出发，股市行情没有只跌不涨的，总是在涨跌当中循环，上半年行情惨淡，基金等主力机构遭受了很大的损失，从逐利的角度出发，下半年主力资金势必发动反扑，而且随着机构参与股指期货交易的限制逐渐放开，上半年股指期货对市场产生的负面效应将消失，股指期货是助涨助跌的双刃剑这一点恐怕会体现出来。

当然之前我们指出，对于下半年行情我们应该把困难考虑的更充分一些，因此现在虽然可以确定下半年股市将发生中期行情的转折，但对行情的高点不要好高骛远，按照一波中级行情 30% 的空间计算，3000 点之上应该是强阻力区。同时在中期转折发生之前，市场也有可能还有探底反复的动作，2481 点还不能判定是年内的最低点，只能说指数的下跌空间已经不大。

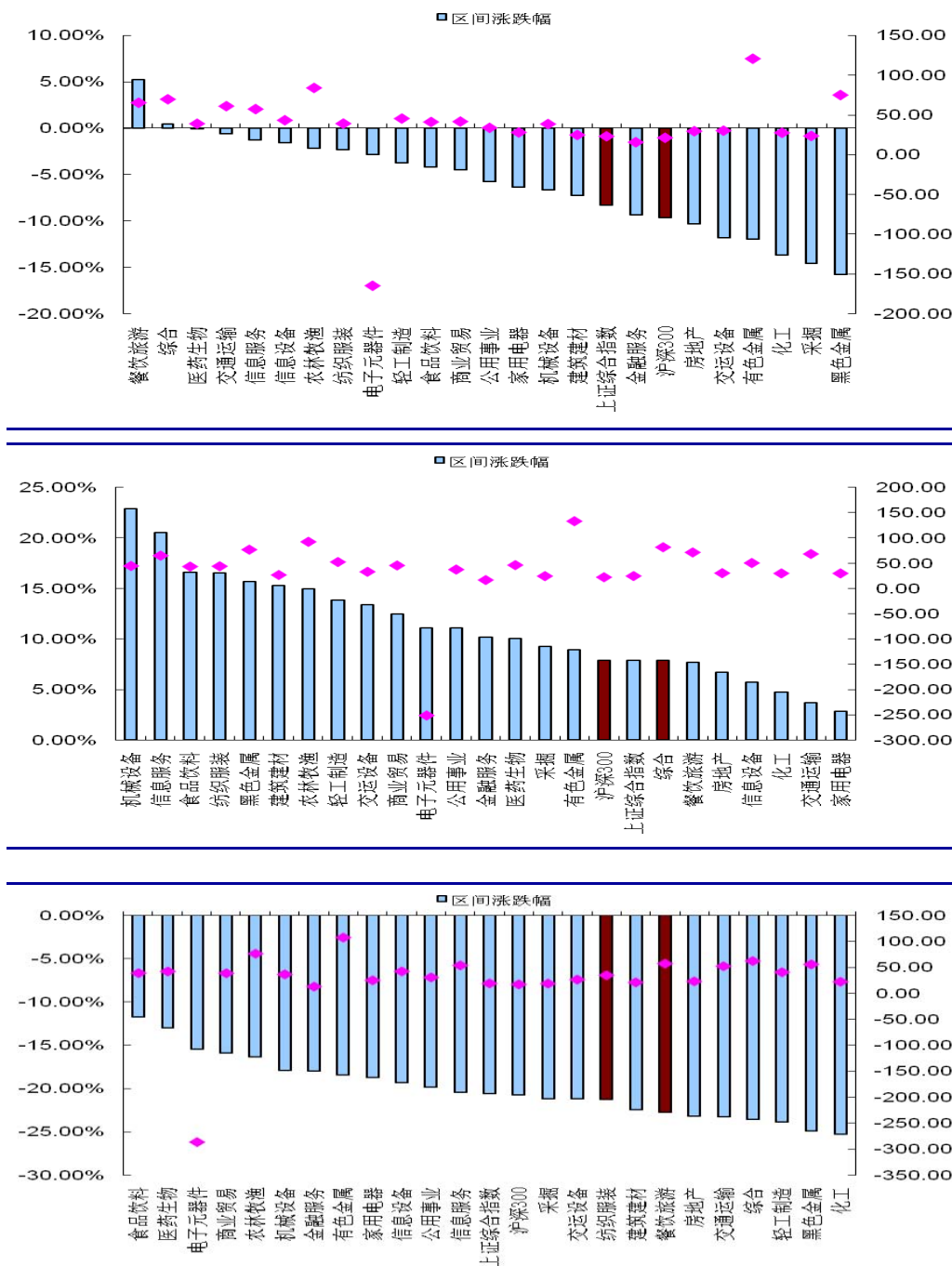
5.2 把握估值结构变化，跟随资金泡沫运动

大盘走势有望在下半年出现中期拐点，那么我们应该关注那些品种呢？回顾 2010 年上半年的走势我们可以看到，2010 年上半年行情可以很鲜明的划分为三个阶段：两波下跌行情——分别是 1 月 4 日至 2 月 3 日上证指数跌幅为 12.6% 以及 4 月 15 日至 6 月中旬上证指数最大跌幅达到 22%，一波整理反弹行情——2 月 3 日至 4 月 15 日上证指数涨幅为 10% 左右。

我们发现这两波下跌和一波反弹的行情结构当中，个股板块的估值以及股价重心的变化呈现很明显的分化趋势。下图是按照时间排列的三波行情各个不同行业板块涨跌幅以及估值的对比，可以看到其中很明显的是小盘股和题材股在这三个阶段当中体现出了强者恒强的特征，而部分传统蓝筹板块却一路走弱。在股市第一波下跌当中，我们看到其实主要是房地产、煤炭、有色金属等几个板块跌幅较大拖累了指数的表现，而很多板块其实只是微跌，象小盘股题材股集中的一些行业如信息设备、信息服务等就是代表，而在第二波大盘反弹的阶段，上述在第一阶段当中领跌的几个主要板块表现依旧，但是象信息服务等板块涨幅却十分惊人，是同期指数涨幅的两倍。而在第三阶段市场终于出现了全面普跌，各个行业板块在指数跌幅达到 20% 的情况下均无法幸存，象信息服务板块的跌幅也终于和大盘同步，最终三个阶段行情演变下来。在蓝筹股方面，地产、有色、煤炭等几乎是一路下跌，而象钢铁、化工之类的行业更是在最后出现急跌，金融股走势

虽然偏弱但还基本和大盘指数保持了同步。而在小盘股题材股方面，可以说是年初非常抗跌，随后两个阶段上演了大起大落，在大盘反弹阶段这些板块很多有近 20% 的涨幅，但在之后大盘调整之时又基本跌回原位，但整体来看还是明显跑赢大盘，象中小板这样的指数上半年至今只是微跌 3% 左右，当然如果同样从最高点算，其实蓝筹股和小盘股跌幅是一样的，只是蓝筹股中间没有大幅冲高过，而小盘股中间曾经大幅走高。最后经过这三个阶段的演变，我们看到食品饮料等消费类的品种尽管在上半年前几个月涨幅并不是突出的，但是这些板块在前两个阶段还是跑赢指数，而在最后一个阶段大盘下跌时却明显抗跌，这样最终这些品种成为整个上半年行情笑到最后的。

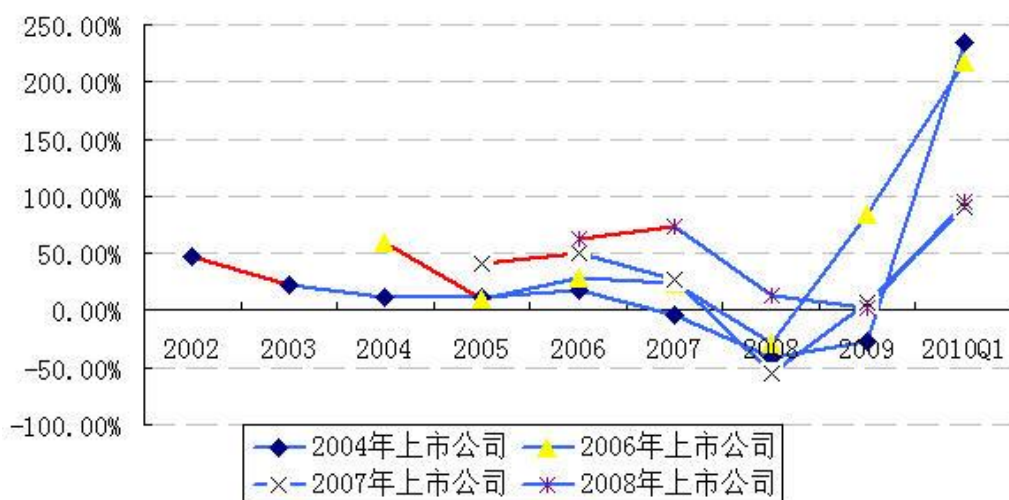
图 20: 2010 年上半年三个阶段个股行业涨跌幅对比



资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

目前大盘正处于弱势震荡之中，个股行情又出现新的变化，金融股、地产股等蓝筹股板块开始明显抗跌，怎样理解上半年个股行情发生这样的强弱分化呢？我们认为从深层次看这其实是市场资金顺应政策调整进行博弈的产物，之前我们已经指出引发上半年股市步入大级别调整行情的原因主要就在于政策导致市场对未来的预期发生变化，而政策的变化实际就是把调节经济增长结构放到了第一位，政策的目标是完成经济增长的转型，这样传统产业其实已经失去了高速增长的空间，因为我国以前经济增长主要靠的是投资和出口，这些传统产业以前之所以能够高速增长主要在原有的经济增长模式下具备国家政策的扶植、廉价的劳动力资源以及信贷政策的倾斜等等优势，这些优势丧失或者减弱后，这些产业势必也会遭遇结构性调整问题或者顶多只能保持稳定增长。而不巧的是我国股市上的蓝筹股大部分都是传统产业的个股。这些行业个股失去了对市场资金的吸引力，市场资金势必会去寻找新的行情主线，而我国经济增长转型当中国家政策高度强调的新兴产业就成为必然的选择，因为调节经济结构最终的目标是要靠这些新兴产业增长来降低经济增长对原有传统产业的依赖，实现新旧经济增长引擎的转换，而这些新兴产业类个股主要分布在小盘股当中。所以 10 年上半年中小板、创业板指数都是明显跑赢大盘指数的。

图 21：不同年份中小板公司业绩增长波动



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

但是事实上象中小板这样的个股板块，其中固然不乏持续高增长的公司，但是从整体来其实业绩增长其实和传统产业一同样跟随经济景气波动，如上图我们分析不同年份发行的中小板公司的业绩增速平均水平，可以看到整体上这些公司的增长其实是一种大起大落，平均来看并不比传统产业类公司好多少。持续高增长的公司中小板当中同样是极少数，可以说中小板或者创业板整体给予高估值其实是一种泡沫，但是正是因为少数于高增长、业绩高弹性的代表性品种大多在中小板、创业板上或者说主要是新兴产业类主题品种中间，市场资金就不可避免的集聚到这些板块去淘金，真正高增长的龙头品种高估值是合理的，但是资金的过量流入使整个板块其他其实素质并不优良的品种也得到了溢价。这样其实在新兴产业类品种当中就出现了资金推动型的行情泡沫，这种泡沫显然不可能持续，随着资金流入流出，泡沫会在收缩和膨胀当中循环，2010 年上半年小盘股、主题性品种股价的大起大落就是这种泡沫循环的体现。

展望 2010 年下半年的个股行情，我们认为这种估值结构分化的行情还会继续上演。蓝筹股具备估值优势但没有增长优势，股价重心就是保持窄幅波动。而股市行情最终是

一种资金推动型行情，2010 年下半年市场在实现中期转折后，资金推动的泡沫会再现，但这种泡沫更可能出现在以新兴产业为代表的主题性板块当中，新兴产业类个股股价重心就会在资金流动的作用下大起大落。这种主题性品种泡沫的循环和蓝筹股估值重心的企稳互相作用，将构成下半年行情演变的脉络。

5.3 组合三种不同的策略

根据上述对不同板块估值结构分化的分析，我们认为下半年股市个股行情主要有三个方面的机会：

第一是蓝筹股，既然蓝筹股估值重心未来将呈现窄幅振荡的一个稳定箱体，目前估值已经和成熟市场接轨，明显处于历史低位区，那么投资者可以在传统蓝筹股上守株待兔，把握市场修正这些个股估值的机会。

第二是新兴产业类品种，在国家经济政策明显转向调结构的背景下，蓝筹股大部分主要处于传统周期性行业，业绩增长的高峰期已经过去，想象空间有限，当行情发生转折，资金重新聚集起来后，资金推动的行情泡沫只能出现以新兴产业为代表的主题性板块当中。

第三是消费类品种，国家经济政策的调整除了大力推动新兴产业发展外，还有一个重要的方面就是提高消费在经济增长的比重，上半年国家的一系列政策：对房价的打压、对药品价格的清查、延长家电以旧换新还有汽车下乡等扶植消费政策期限等，都体现了提高居民收入减轻居民负担从而促进消费增长这一战略方向，因此消费类品种虽然不具备新兴产业类品种那种爆发力，但是增长前景比较确定，估值也相对比较合理。

整体来看，对于下半年操作来说，新兴产业淘金是进攻型策略，布局消费行业是稳健型策略，而潜伏低估值蓝筹是保守型策略。考虑到低估值蓝筹股价波动空间有限，再加上下半年大盘发生否极泰来转折的概率很高，因此我们建议投资者可以考虑进取型策略，主攻新兴产业品种，辅以消费类品种防守，当然投资者应该根据自己的风格去选择合适的策略，并且注意不同策略的操作计划是不一样的，如果潜伏低估值蓝筹股，那么可以采取提前抄底左侧买入的策略，但是如果在新兴产业类淘金，那么就要首先防范泡沫急剧收缩的风险，这一类个股的机会可以说是跌出来的。而建仓消费类品种要注意影响消费的一些重大事件的发生，把握影响消费行业的一些季节性规律。

表 7：10 年上半年年度潜力股涨跌统计（09 年 12 月 11 日至 10 年 6 月 25 日）

证券代码	证券名称	收盘涨幅	最大涨幅	证券代码	证券名称	收盘涨幅	最大涨幅
002069	獐子岛	78.36%	91.56%	600036	招商银行	-19.23%	3.97%
002046	轴研科技	55.50%	82.72%	600383	金地集团	-20.39%	1.48%
600125	铁龙物流	35.84%	44.71%	600718	东软集团	-25.02%	31.62%
002073	软控股份	14.51%	26.14%	601390	中国中铁	-31.73%	2.80%
600498	烽火通信	14.49%	47.12%	600019	宝钢股份	-31.75%	6.00%
002097	山河智能	12.96%	34.68%	600208	新湖中宝	-32.53%	1.40%
002028	思源电气	4.95%	29.46%	600030	中信证券	-33.08%	18.30%
600253	天方药业	2.26%	42.84%	601166	兴业银行	-33.24%	5.82%
600517	置信电气	-2.29%	5.56%	000983	西山煤电	-33.73%	3.82%
600761	安徽合力	-8.91%	15.34%	600686	金龙汽车	-35.83%	8.36%
000858	五粮液	-13.71%	8.87%	600586	金晶科技	-38.48%	5.75%
000606	青海明胶	-15.24%	22.83%	600299	*ST 新材	-40.89%	1.44%

600690	青岛海尔	-15.99%	7.35%	600426	华鲁恒升	-41.80%	10.02%
002187	广百股份	-16.56%	4.54%	000718	苏宁环球	-42.23%	2.60%
600741	华域汽车	-18.59%	10.40%	600231	凌钢股份	-51.61%	2.17%
	平均	-12.80%	19.32%				
	沪深 300	-23.46%	1.35%				
	上证综指	-21.39%	2.09%				

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯，数据由潜力股公开之日起计算

在 09 年底推出的 10 年上半年 A 股市场投资报告当中，我们主要推荐了三条主线的品种，一是刺激消费政策下景气持续回升的行业，二是估值合理控制指数权重的蓝筹板块，三是对通胀敏感产品价格快速回升的公司。但是在我们推出潜力股后，股市就步入单边振荡下跌，结果 10 年上半年个股仅在 2、3 月间有结构性活跃的机会，而活跃的品种主要是小盘股、题材股，在这种行情当中我们潜力股推荐当中的蓝筹股明确跑输大盘，只有主题性的品种在 10 年上半年出现了比较好的走势，遗憾的是由于大盘跌势不止，很多在上半年阶段性保持强势的品种在大盘破位下跌的后期纷纷大幅补跌，因此虽然我们潜力股当中有不少在上半年行情当中其实机会很多，但是最终收盘的平均成绩却并不尽如意。

根据之前我们提出的三种策略，我们在下半年依旧推荐了 30 只个股，主要包括三个方面的品种，一是估值较低有安全边际的蓝筹股，主要是二线蓝筹，二是新兴产业当中仍持续受到政策扶植或者炒作不充分的几个主题行业，如新能源汽车、节能环保、智能电网、新材料、新医药等，三是消费类品种。投资者应该根据自己的风险承受能力和投资偏好构建投资组合，同时要把握不同品种波动的特点，在下半年行情当中，波动操作仍是最主要的手段，做好仓位控制，逢低分批吸纳以控制成本，才能应对大盘的剧烈波动。

表 8：2010 年下半年潜力股推荐表

投资主线	潜力股
低估值蓝筹	金地集团（600383）、中国平安（601318）、中集集团（000039）
消费	青岛海尔（600690）、南京医药（600713）、东阿阿胶（000423）、 东方海洋（002086）、金螳螂（002081）、正邦科技（002157）、 中青旅（600138）、潮宏基（002345）
新医药、动物疫苗	兰生股份（600826）、中牧股份（600195）
新动力汽车	法拉电子（600563）、华芳股份（600273）、中科三环（000970）、 天奇股份（002009）
新能源、节能环保	思源电气（002028）、北京科锐（002350）、湘电股份（600416）、 九洲电气（300040）、桑德环境（000826）
新材料	新宙邦（300037）、厦门钨业（600549）、宝钛股份（600456）
高铁与轨道交通	时代新材（600458）、特瑞德（300001）、广电运通（002152）
其他	博瑞传播（600880）、岳阳纸业（600963）

资料来源：东莞证券研究所

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。在所知情的范围内,本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系,本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明:

本报告仅供东莞证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠,但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证,不保证该信息未经任何更新,也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下,本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用,并不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有,未经本公司事先书面许可,任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发,需注明出处为东莞证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东莞证券投资评级体系:

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内,股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内,股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内,股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内,股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内,行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内,行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内,行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内,行业指数表现弱于市场指数 5%以上

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码: 523000

电话: (0769) 22119450

传真: (0769) 22119453

网址: www.dgzq.com.cn