

宏观策略报告

静以致远

——2011 年 A 股投资策略

相关报告:

维持震荡上行, 中期仍有波折—2010 年 4 季度 A 股投资策略

结构性行情重演 警惕小盘股的回调—2010 年 9 月 A 股投资策略

市场依处筑底阶段, 持续反弹空间有限—2010 年 8 月 A 股投资策略

李镜池

+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。

- 美国经济将维持温和复苏。过去是负债增长带动下的经济高增长, 当前是去债务下的需求不足, 从周期驱动因素来看, 补库存的力度减小、资本支出增长难以维持、房地产投资或有改善, 因此明年经济温和复苏。量化宽松很可能持续, 美元指数将维持弱势。
- 美国经济前景仍有不确定性。内需的维持来源于债务的内部转移, 从私人转移到政府, 全社会的整体债务负担是在加重。终结长期繁荣的往往是结构性问题而不是周期性问题, 美国需要采取更多的措施加快结构调整, 这样才能开启新的中周期。
- 中国经济平稳运行, 增速会略低于今年。净出口和消费增速可能前低后高, 投资可能前高后低, 由此季度分布的会呈现波动收窄、比较平稳运行的态势, 内生性增长的动力进一步稳固。
- 流动性回归中性, 处于弱平衡。明年流动性总体供给水平将主要受国内信贷变化的影响, 而新增信贷将很大程度取决于通胀的走势。我们预计明年通胀前高后低, 1 季度的是全年流动性最好的阶段, 但也仅仅是弱平衡, 2 季度政策面有收缩的可能, 流动性可能最差, 3 季度通胀如果被控制, 政策预期和流动性预期将发生变化, 市场有望企稳回升。
- 对于明年行情的整体看法, 我们认为市场将维持震荡格局, 有两个基本判断, 一是通胀的后续演进成为决定明年经济走向和行情趋势的关键, 二是流动性的弱平衡使得市场缺乏大的趋势性机会。而从通胀看, 很可能在明年上半年触发市场的系统性风险。基于预期, 我们认为, 明年市场的风格分化水平有望收敛, 新兴产业和大消费板块将从趋势性上升的行情过渡到震荡的行情, 风格内部会再度分化。
- 把握新的趋势力量。重化工完成后, 工业未来发展的大方向是低能耗、精细化、高附加值化, 用低碳技术塑造节能型社会, 用新一代信息技术改造传统产业, 发展高端装备提升附加值。战略新兴产业和医药、消费的成长性值得长期看好, 在回调中可积极介入。中国房地产投资仍处于上升周期, 市场反映的预期过于悲观, 下半年如果出现通胀下行、政策放松, 房地产相关的周期性行业有望迎来估值修复行情, 如果房地产销量企稳回升, 房地产及其相关周期性行业很可能出现较大的反弹行情。

2010 年的回顾	2
美国经济：维持温和复苏，前景仍有不确定性	3
1、量化宽松政策持续	3
2、周期回升的动力温和	4
3、复苏的前景仍有不确定性	2
中国经济：平稳运行，增速略有下降	4
1、出口趋势下降，消费增长稳中有升	4
2、投资增速下滑，质量提高	6
流动性：回归中性，处于弱平衡	10
政策面：更为审慎和灵活	12
1、货币政策回归稳健	13
2、维持积极的财政政策	13
A 股市场展望：难以出现大的趋势性上涨行情	14
市场特征：风格分化的再分化和收敛	16
行业机会：把握新的趋势力量	18

报告关键点:

- 1、美国经济维持温和复苏，前景具有不确定性；
- 2、中国经济平稳运行，增速会略低于今年；
- 3、市场将维持震荡格局，难有大的趋势性上涨行情；
- 4、风格分化的再分化和收敛；
- 5、新的趋势力量：新兴产业、消费、房地产；

2010 年的回顾

到了年底，又该对来年行情进行预测，想起了一位历史学家说过，现在的过去也曾经是未来，故也想来梳理一下过去 1 年的得失。在 2010 年度策略中，我们提出 2010 年会以震荡行情为主，从获得收益的角度看，趋势性机会变小，波段性机会增大，市场的震荡主要来自于政策收紧、流动性变化和业绩增长的影响，而在经济复苏、业绩增长和流动性仍然宽裕的基础上，我们认为 1 季度市场仍将保持震荡上行。3 月份策略，货币政策已开始收紧，我们提出节后的反弹行情将延续，但是已不可能出现突破前高点的趋势性机会。2 季度策略，我们提出，政策持续紧缩会诱发市场的调整，下半年政策环境相对放松，经济的复苏趋势更为确定，届时市场将进入业绩推动和估值恢复的上行过程，对全年走势持前低后高的判断。5 月份，我们强调市场调整的时间还将持续，风格转换还需等待。在中期策略中，我们提出 3 季度筑底过程会有反复，4 季度有望出现阶段性行情，4 季度若出现政策的放松，加上流动性的改善，我们判断会出现较大的阶段性行情，但仍然是反弹性质。关注消费类行业回调中的介入机会，而新兴产业以及传统产业的升级需要更注重自下而上的选股，传统周期性行业仍将受到经济转型的压制。4 季度策略，基于流动性预期的改善，市场将震荡上行，但是震荡依然是行情的主要特征，市场难现大的趋势机会，纠结其中的是政策的不稳定和周期波动的加剧，使得市场的估值水平难以得到系统性的大幅提升。

回头来看，这些对于市场趋势的判断与随后市场的真实演进还算比较接近，这似乎使我们能够谨慎的相信，我们逐渐建立起来的基于经济周期和市场属性来分析经济趋势和市场的基本框架具有一定的适用性——通过研究经济周期来判断经济和通胀的中长期趋势，以及市场的中长期趋势及特征，通过流动性、政策、基本面三要素来判断市场的短期波动，并以此成为我们判断 2011 年经济和市场趋势的重要基础。当然这一分析框架也还需要接受更长时间的检验，从真理的相对性角度，分

析框架也是相对的，需要不断完善和与时俱进。

无论是经济体系还是市场体系都是参与者众多的复杂系统，这一系统具有反馈、混沌、不可复制性等特点，从根本上也就决定我们对于经济和市场的长期预测要做到准确几乎是不可能完成的任务，这也是作为分析师对市场必须存有谦卑和敬畏之心的根源所在，需要不断的学习。就以 2010 年为例，对比当时大多数分析师的年度预测和 2010 年真实发生的情况，事实的发展在很多地方都大大偏离了之前的预测，简要举二三例：

1、大多数分析师在去年底讨论的是美联储是否会在上半年加息的问题，美元是否走强的问题，事实是美国不仅全年都没有进行加息，当前的失业率与 1 年前相比还相差无几，而且美联储在 11 月又推出了规模 6000 亿美元 QE2，美元指数在上半年大幅升值后又大落回到了年初水平；

2、国内经济方面，之初大多判断政策前松后紧，通胀下半年回落，期间又修正为前紧后松，经济回落加快，继续强调通胀的回落，而事实是政策以收紧为主中间略有放松，通胀下半年大幅走高，高点突破 5%，对于通胀的风险即使在年中也很少被提示（包括我们）；

3、市场预测上，09 年底就有讨论市场风格转换的问题，几乎一直持续 1 年，可事实是仅在 10 月份阶段性的发生过，大、小盘之间异化的程度更是持续的扩大。

因此，长期看，我们不能做到对市场和经济准确预测，总会有出错之时，根本原因就在于人都是有自己的能力范围的，而市场和经济的复杂系统是没有范围边界的，这也是价值投资者倡导自下而上精选公司的原因所在，在能力范围内投资。那么，我们能做到的是明确自己的能力范围，另外不断扩大自己的能力边界。

美国经济：维持温和复苏，前景仍有不确定性

1、量化宽松政策持续

量化宽松是当下美国政府能找到的可行性最高同时短期代价最小的政策选择。穆迪预计 2010 年底美国的中央和地方政府债务占 GDP 的比重将达到 92%，本年财政赤字将占 GDP 的 8.9%，财政政策继续实施的空间受限，货币政策几乎为其唯一选择。另一方面，在美国的政治角逐中，因为无就业的经济复苏、高失业率的持续，奥巴马是继民主党前两位总统里根和克林顿之后又一位输掉中期选举的总统，如果奥巴马想赢得连任，那么到 2012 年总统大选前失业率出现明显的下降（3 个点）或

是一个可以被接受的答卷。因此，在可预见的未来两年中如果失业率没有出现实质性的下降，尽管美国经济可能在好转，甚至通胀上升，其也很难中止对经济的刺激政策，量化宽松政策的退出时点很可能会晚于当前预期。

量化宽松政策的逻辑。伯南克本人在 11 月 3 日会议之后发表的对于量化宽松政策的辩护文章提出的是，“股票价格上升有利于提升居民财富并重铸信心，这可以增加支出。增加支出则可以提升收入和盈利，并进一步支持经济扩张”。这一逻辑表明联储意识到量化宽松与资产价格、产出扩张、失业率之间的关系，货币的传导有时滞。不仅如此，由于美元的特殊地位，这一逻辑对美国之外的其他经济体同样也是成立的，美联储执行量化宽松政策将使得美元保持弱势，而其他经济体尤其新兴经济体出现本币升值、资本流入，这也将抬升其他经济体的资产价格，刺激消费支出，增加支出则可以提升从美国的进口，改善美国的贸易平衡以支持经济扩张。总的来说，没有更好的政策选择，推升全球资产价格，以及或许存在的美元贬值诉求，是美联储推出二轮量化宽松政策的潜在动因。

美元指数维持弱势，中间有反复。第二次量化宽松的执行规模为 6000 亿美元持续时间到 2011 年 6 月，而第三次量化宽松正在形成预期，12 月 6 日在推出第二轮量化宽松货币政策一个月后，面对一蹶不振的就业率，美联储主席伯南克再次表露“宽松”的决心。在美联储决心执行量化宽松的背景下，我们认为 2011 年美元整体将偏弱，持续走强的条件并不具备，但美元指数跌破前期低点的可能性也不大，原因在于欧洲债务危机没有完全解决和“美强欧弱”的复苏局面，因此美元指数波动的区间会变窄。继 5 月份的爆发的希腊危机之后，11 月份变成了爱尔兰，而葡萄牙、西班牙的债务问题仍有爆发的可能，会对美元指数形成阶段性的刺激。

2、周期回升的动力温和

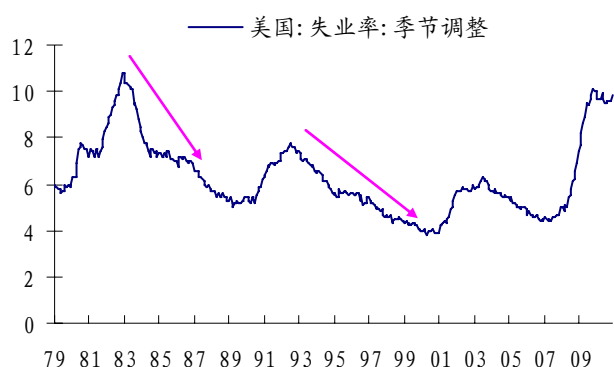
本次经济复苏失业率的回落速度之慢超出预期。历史上的失业率曾今在 1983 年 1 月达到过 10.8%，1992 年 6 月达到过 7.8%，1 年后分别下降至 8.5%、7%。本次金融危机后，失业率最高在 09 年 10 月达到 10.1%，而经过 13 个月后失业率仍然高达 9.8%，本次失业率回落的速度不仅远慢于 83 年，甚至低于 92 年的“无就业复苏”时期的水平。只有对本次失业率回落慢的原因合理的解释才能对未来周期的演进进行合理的判断，进而对消费支出以及库存、制造业和房地产投资做出判断。

从直接原因来看，本次失业率回落慢是因为经济复苏的力度要小于 83、92 年。经过 82、91 年的经济衰退之后，83、92 年底的实际 GDP 增速分别达到了 7.7%、4.3%，要明显高于 2010 年第三季度的 3.1%。

负债增长带动下的经济高增长。更深层的原因是居民的资产负债状况要明显好于当下，储蓄率高而负债率要低。我们看到，从 1981 年到 2007 年美国的储蓄率经历了趋势性的下滑，旺盛的内需一直是美国经济保持强劲增长的动力，而内需的旺盛是以居民储蓄率下降、负债率上升为代价的，本质上是对未来消费能力的透支。经济出现严重衰退的 82 年和 91 年的个人储蓄率分别为 11.2%、7.4%，而 2008、09 年底的储蓄率分别为 5.2%、5.5%，之后的第二年 83、92 年的储蓄率明显下降而 09、10 年出现了明显的回升。高储蓄率使得 83、92 年的消费支出回升的力度强劲，要明显强于 2010 年，尤其 1983 年的消费支出增长超过了 8%。个人消费支出的增长推动了库存的上升、房地产投资和制造业投资的上升，使经济进入到正循环、进入到扩张。

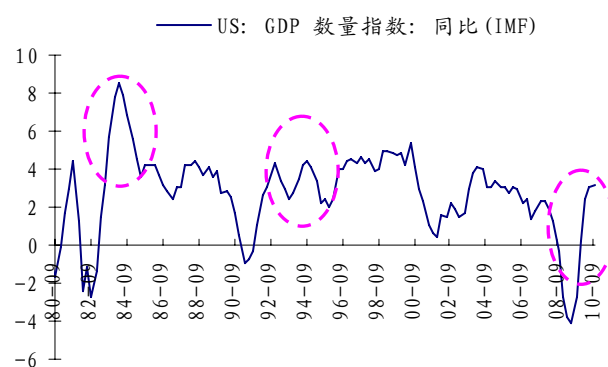
去债务环境下的需求不足。2009-2010 年的储蓄率的上升使得需求的恢复缓慢。当前储蓄率已回升到 90 年代中期的水平，储蓄率的回升会暂时会告一段落，会维持在 6%左右的水平，这意味着过去 3 年中发生的个人储蓄率回升对经济的负面影响减轻，个人消费支出的弹性变大。由此，我们认为 2011 年个人消费支出会继续保持增长，可能会接近 92 年经济复苏的水平但显然难以达到 83 年的水平，这对于维持库存、制造业投资的回升态势，以及房地产投资的企稳回升会有正面作用，因此 2011 年美国经济的复苏态势将以温和为主，不大会出现强劲复苏的可能，失业率小幅改善但仍将在 8%以上运行。

Figure 1 2010 年美国失业率持续高企



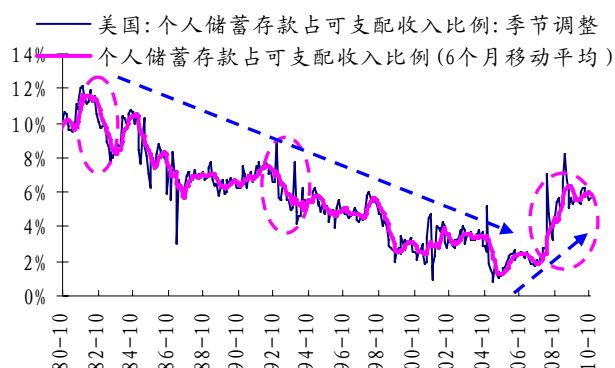
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 2 本次经济复苏的力度小于 83、92 年



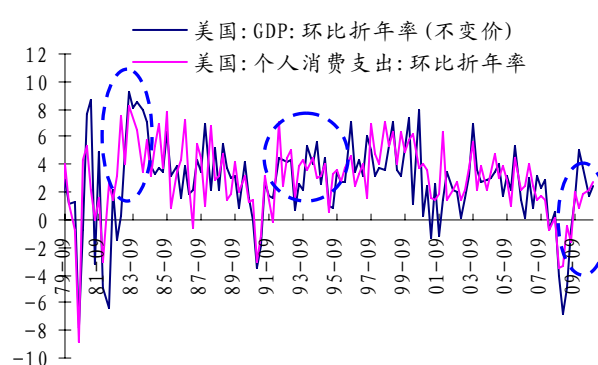
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 3 83、92 年的经济复苏，储蓄率高于 10 年并呈现下降



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 4 83、92 年经济复苏，消费支出恢复要好于 2010 年



资料来源：WIND、世纪证券研究所

根据经济周期理论，按照周期长短和驱动因素的不同，可以划分为 50-60 年的康波周期，18 年左右的房地产周期，9 年左右的资本性支出周期和 3-4.5 年左右的存货周期，虽然每次周期的持续时间不是固定不变的，但相同的周期位置表现出相似的特征，不同的则表现出差异。

前面对 2011 年美国经济的整体情况做出了温和复苏的判断，接下来从周期回升的驱动因素来看 2011 年的增长趋势：

(1) 库存仍将回升，但补库存的力度会减小。2010 年美国个人收入、支出的回升明显，但仍然低于历史的平均水平。2011 年在收入既定增长的趋势下，消费支出将维持温和复苏的态势，从库存周期的角度看，消费增长将推动美国经济的库存水平进一步抬升，失业率的小幅改善也将增加收入和带动消费的增长，使经济进入正循环。但从时间上看，2009 年 3 季度美国的库存已经见底，零售业的库存在去年 10 月份已经开始回补，批发、制造业的库存回补滞后大约 1 个月，此轮补库存时间已经持续了 4 个多季度，其后库存整体水平虽仍会上升，但补库存的动量会下降，不排除个别季度会出现负增长。

(2) 设备投资（即资本支出）增速难以持续。从工业产能利用率看，2010 年上半年回升了大约 3 个百分点，但下半年出现停滞几乎没有改善，较历史平均水平仍有明显的差距，与 2007 年上半年相比还相差 8 个百分点。当前的产能利用率将制约设备投资的复苏情况，2010 年上半年的设备投资增速难以维持（部分是由于低基数效应造成），下半年的设备投资增速已经出现回落。2011 年工业产能利用率大幅提高的可能性不大，设备投资的增速将会下降，对经济的贡献度下降。

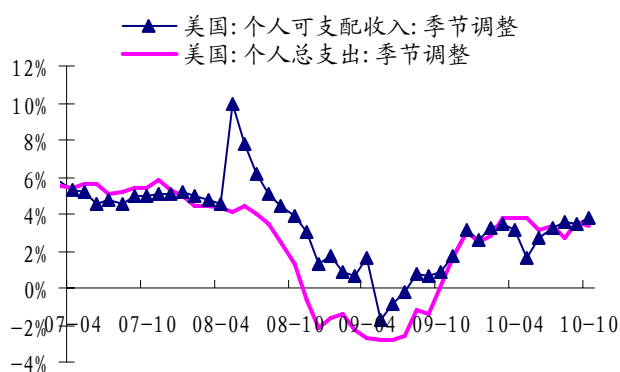
(3) 房地产投资或将有起色。3 季度美国房价指数开始企稳，环比略有增长，在美联储量化宽松政策的支持下，明年房价将基本保持稳定甚至有所回升，新房的需求在 2010 年企稳的基础上也会出现回升，销售的回升和新房供给的下降将刺激新房开工量在今年较低的水平上出

现回升。因此，我们判断 2011 年美国房地产的投资会好于今年，尤其下半年出现回升的可能性很大，但其力度和持续性还暂时难以论定。

在补库存的力度减小、资本支出增长难以维持、房地产投资或有改善的情况下，美国经济在 2011 年仍将保持温和复苏的态势，走势上可能前低后高。经济的温和复苏使得对就业市场的改善有限，明年美国仍将维持 8% 以上的失业率，因此美联储在 QE2 之后很可能在明年中继续推出 QE3。

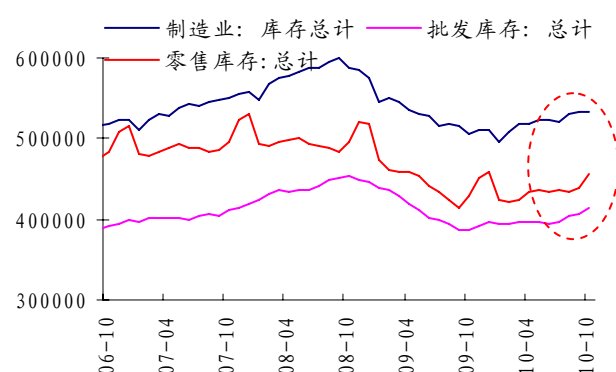
美元指数将主要受量化宽松和欧债危机的影响，两种相反方向力量的影响使美元指数在整体偏弱的区间内波动。而基本面和货币层面将共同决定大宗商品价格和资产价格，我们认为，明年货币因素的影响仍将大于基本面的影响，大宗商品价格在当前的位置很难下跌，甚至继续上涨，尤其在 QE3 之前，这将造成 2 季度开始新兴市场国家输入型通胀的压力加大。

Figure 5 2010 年美国消费回升明显，但仍低于历史均值



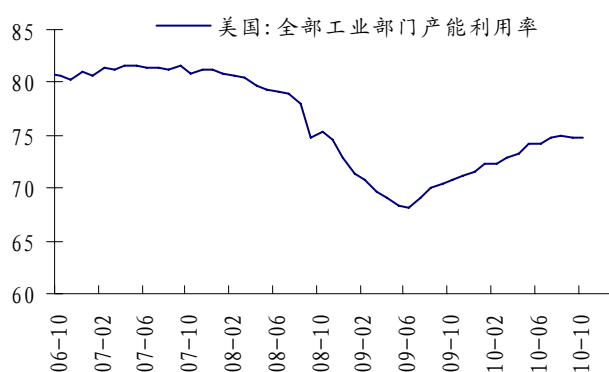
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 6 2010 年美国进入补库存



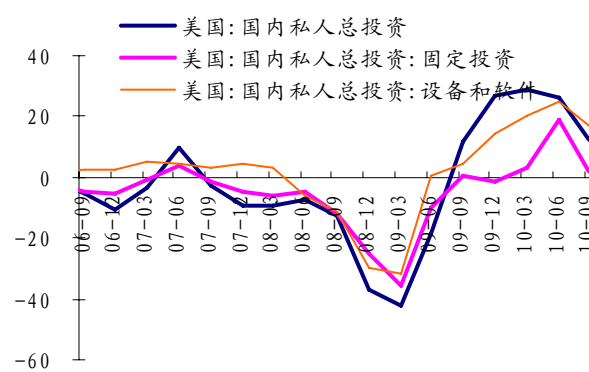
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 7 工业产能利用率回升出现停滞，仍明显偏离历史均值



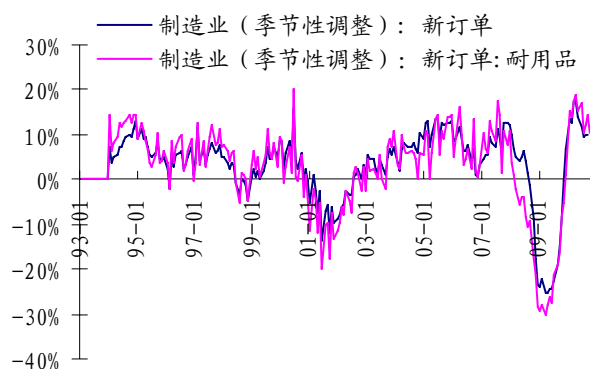
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 8 2010 年下半年制造业投资下降



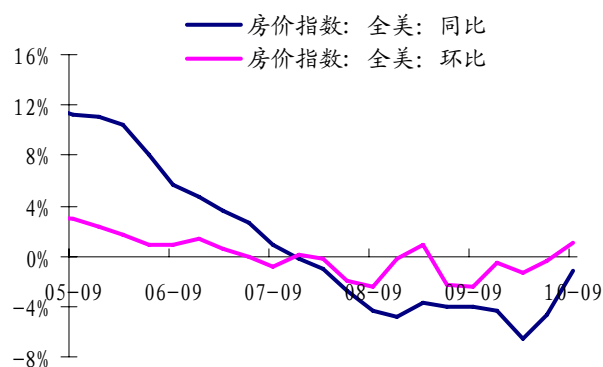
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 9 2010 年下半年制造业新订单呈回落态势



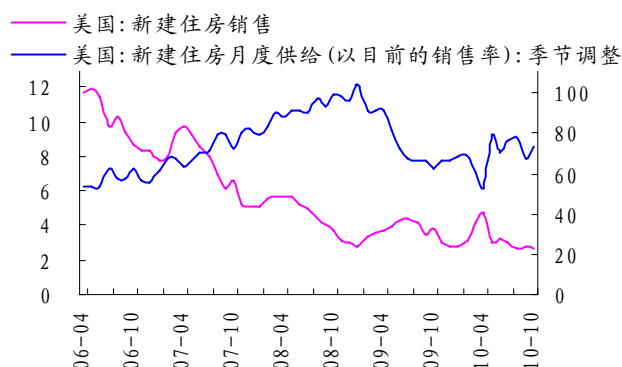
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 10 2010 年下半年美国房价指数开始企稳



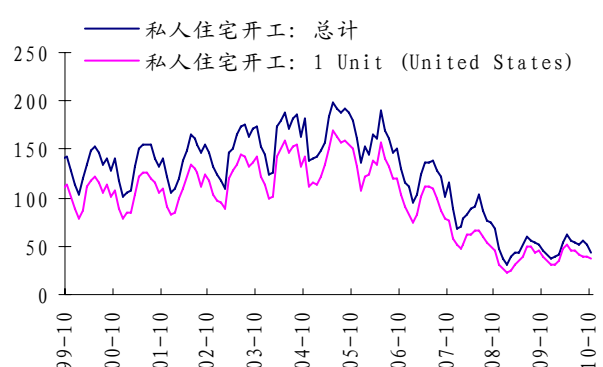
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 11 2010 年美国新房销量基本稳定, 新房供给略有回落



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 12 2010 年房地产新开工仍然低迷, 明年同比或有改善



资料来源: WIND、世纪证券研究所

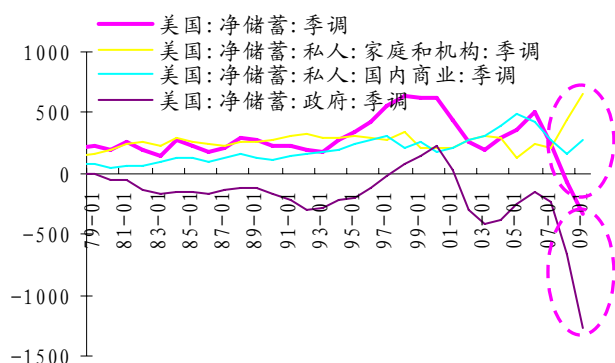
3、复苏的前景仍有不确定性

需要关注的是, **支撑当前就业、个人消费和房地产市场的是政府的财政支出和量化宽松政策**, 积极的财政政策起到支撑当前的就业市场和改善私人负债的作用, 而量化宽松起到支持资产价格和私人消费的作用。在美国政府高负债率的情况下, 当前高赤字的财政政策的可持续性值得担忧, 而政府支出的缩减又将对经济产生重大的负面冲击, 政府处于两难选择。

2011 财年美政府赤字将创下历史的最高纪录。12 月 8 日, 美众议院批准了 1.2 万亿美元的政府开支议案, 为联邦政府 2011 财政年度剩余 9 个半月的开支提供资金, 近日奥巴马总统又与共和党达成延长 2 年减税计划, 该计划的成本高达 8580 亿美元。有关经济学家预测, 这将在两年内持续增加财政赤字, 2011 财政年的赤字将创下历史最高纪录, 为 1.5 万亿美元, 2012 年的财政赤字则为 1.2 万亿美元, 这些措施将促进 2011 年整体的经济增长, 国内生产总值将由此提升 3 个百分点。

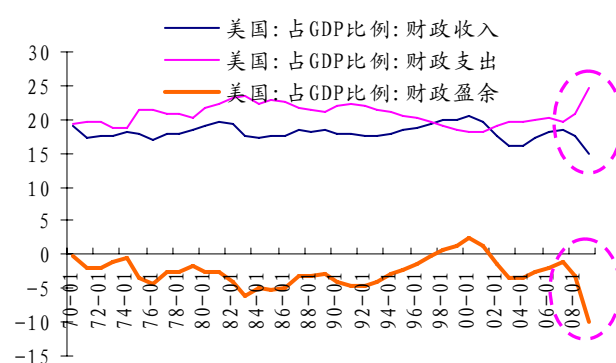
美国内需的维持来源于债务的内部转移，全社会的整体债务负担是在加重，尤其是政府。2009-2010 年，私人债务改善的同时政府债务负担大幅上升，当前美国个人消费支出增长、储蓄率回升是以政府财政支出和赤字的上升为前提的，是扩张性的财政支出支撑着美国当前的就业和个人消费市场，阻止了消费萎缩引致收入下降的经济的螺旋式下降，并使经济出现了温和扩张。但从整体上看，全社会的净储蓄在近两年并未改善而是在一直下降，全社会的杠杆化率不降反升，而政府的债务负担将继续以每年 8-10 个百分点的速度上升。在美国政府负债率已达到 92% 的情况下，高赤字的财政支出的可持续性值得担忧，尤其 2011 年之后，很可能出现的政府财政支出的缩减将给经济造成下滑风险。

Figure 13 私人债务改善的同时政府债务负担加剧



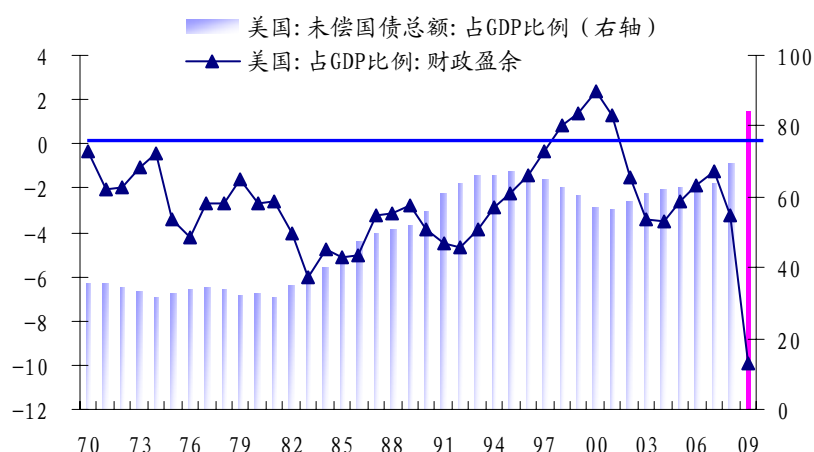
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 14 美国政府财政支出、赤字大幅上升



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 15 美国国债占 GDP 的比重和政府盈余占 GDP 的比重

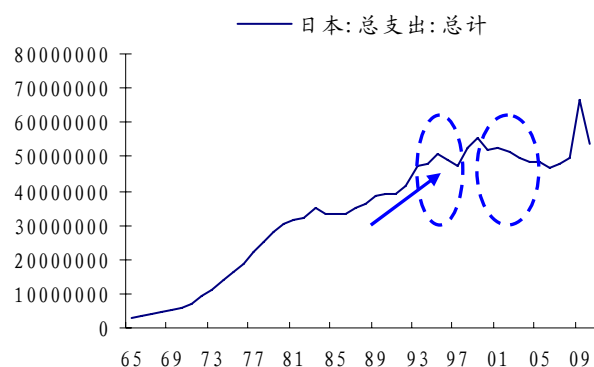


资料来源: WIND、世纪证券研究所

从本质上，08 年后的美国经济所面临的问题与 91 年日本经济泡沫破灭之后是一样的，都是资产价格下跌、私人需求萎缩造成的，只是在程度上日本要更为严重，而且日本 90 年代以来还面临着人口老龄化的长期结构性问题。91 经济泡沫破灭后，政府财政支出迅速上升来弥补国

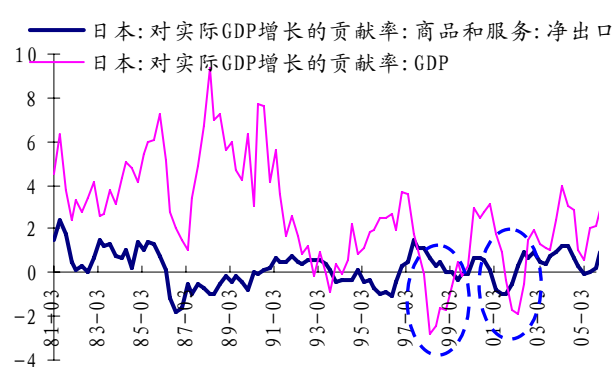
内私人消费和企业投资的不足，政府支出的上升维持了国内需求的稳定，使得 1991-96 年实体经济没有出现大的衰退。而且日本经济在 1996 年曾出现了持续复苏的迹象，96 年的经济增速达到 3.6%，投资者又回到东京，股市也出现了回升。但是 1997 年，桥本政府开始进行财政整顿，减少政府的财政支出，随后日本经济连续 5 个季度出现负增长。当然 1998 年经济的快速下滑也有 97 年亚洲金融危机的影响，但是我们看到，内需的下降幅度要远大于外需的下降，亚洲金融危机并非是经济下滑的最重要的影响因素。同样 2002 年到 2006 年日本政府连续 5 年削减政府开支，2002 年经济又出现负增长，而 2003-2005 年经济出现的回升主要是依靠出口的带动，同期美国、中国的经济增长较快。

Figure 16 1997 年、2002-06 年日本政府支出减少



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 17 98、02 年日本经济出现负增长



资料来源：WIND、世纪证券研究所

美国的复苏前景仍不确定。从经济史看，终结长期经济繁荣的往往是结构性问题而不是周期性问题。上世纪 20 年代，美国贫富差距的日益悬殊、私人负债率的上升在 1929 年终结了 20 年代的“大繁荣”；70 年代美国体制的竞争力相对日、欧出现下降、技术进步变慢、劳动生产率的增长下降，终结了 50-60 年代的资本主义“黄金年代”；同样，终结本次长期繁荣的是美国的结构性问题，而周期性的复苏不足以改变结构性问题，会使得复苏时间很短和难以维持。中期看美国需要采取更多的措施加快结构调整，促进技术创新和技术升级，提高劳动生产率，降低双赤字，这样才能开启新的中周期的增长。但这是一个长期的过程，当前还看不到这一可能性的出现。

中国经济： 平稳运行，增速略有下降

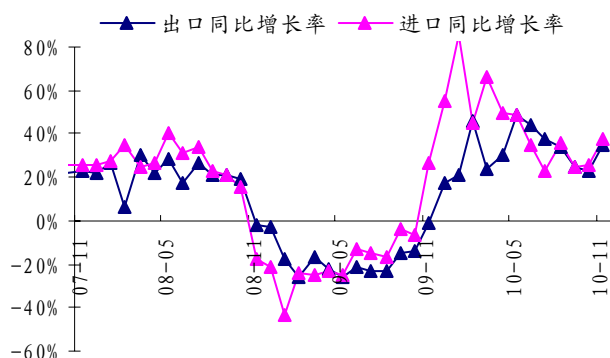
1、出口趋势下降，消费增长稳中有升

出口增速放缓，贸易顺差收窄。2011 年，美国经济复苏温和；欧

元区因债务危机影响而收缩财政支出，复苏力度将弱于美国；新兴市场仍会保持较快增长的势头，因此明年我国所面临的整体外部宏观环境会与 2010 年相当，但考虑到中国出口基数的扩大，当前进、出口的规模均已明显超过了金融危机前的最好的水平，均已超出最高的 2008 年 6 月的进、出口规模 10 个百分点以上，达到如此大的规模一方面说明贸易增长的潜力逐渐被挖掘，增长的空间会变小，另一方面贸易的摩擦也会增多，相当于贸易的成本会上升，所以，我们判断出口仍然会保证增长，但增长的趋势是放缓，在今年出口增速 30% 左右的基础上，预计明年出口增速回落到 15% 左右。

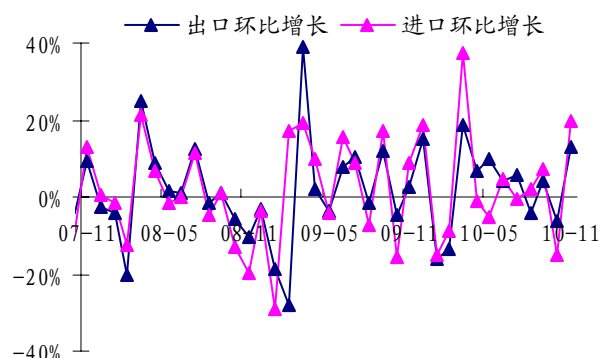
在经济增长维持“内强外弱”的格局下，进口依然会维持今年的高于出口增速的态势，贸易顺差下滑的趋势不变。另一方面，从趋势上看，09-10 年的贸易顺差已经较 07-08 年出现了台阶状下滑，在构成上表现为一般贸易顺差的大幅下降和加工贸易顺差的上升，反映了人民币升值和金融危机的影响，一般贸易受本币升值和外需求下滑的影响较大，而加工贸易受本币升值的影响不大，主要受国际产能东移的影响，国际热钱也可能借加工贸易之名流入，在 2011 年人民币继续小幅升值和发达经济体复苏温和的情况下，一般贸易顺差会继续受负面影响，加工贸易增长会减缓，贸易顺差不会有明显改善，预计可能出现 5-10% 的负增长。

Figure 18 1-11 月份进、出口同比增速高位回落企稳



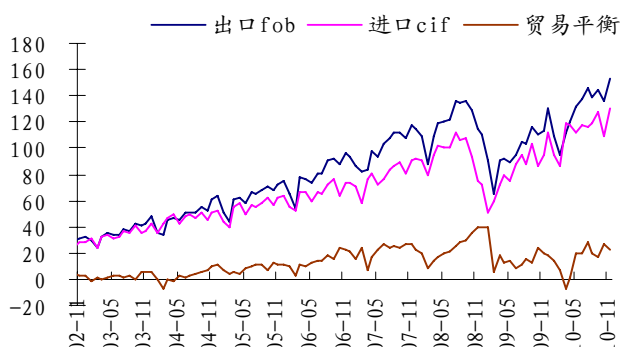
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 19 11 月份进、出口环比增速回升



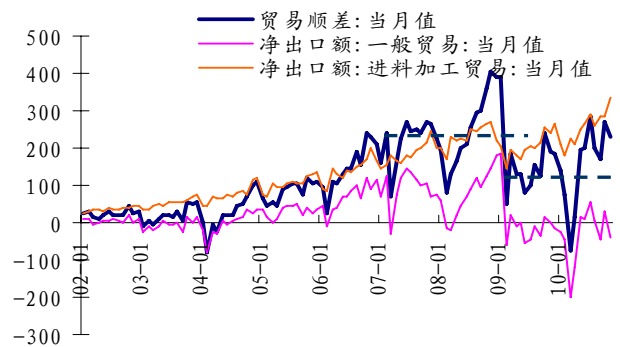
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 20 进、出口规模已创历史新高



资料来源：WIND、世纪证券研究所

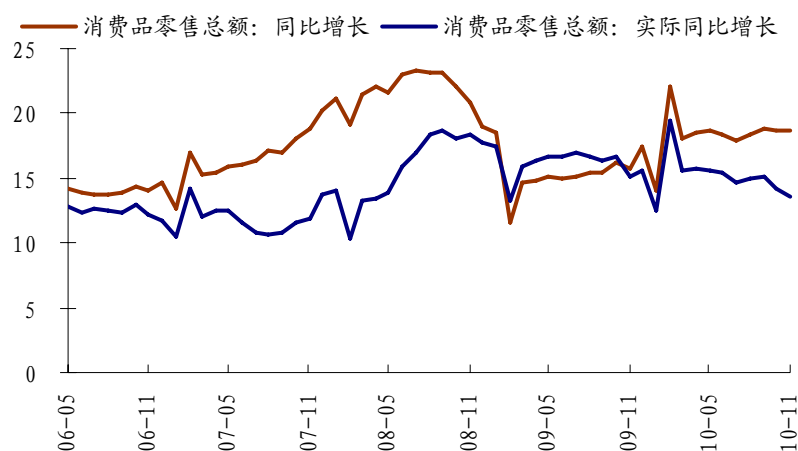
Figure 21 09-10 年的贸易顺差较 07-08 年明显下降



资料来源：WIND、世纪证券研究所

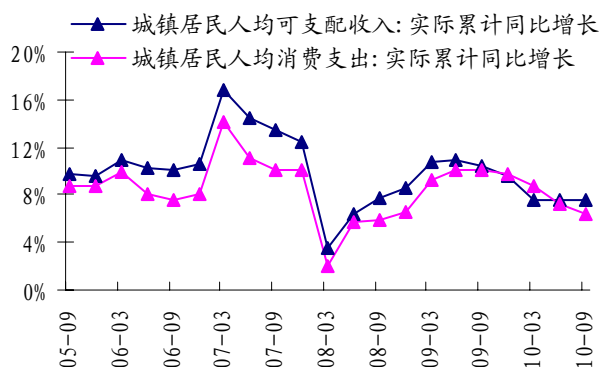
消费增长企稳回升。2010 年社会消费品零售总额名义值小幅上升，但实际值是下降的，与宏观经济的波动基本一致。城镇居民、农村居民的人均实际收入基本稳定，但实际人均支出均有下降，其中城镇居民的下滑更加明显，反映了通胀环境有利于居民消费的名义量上升，但会减少居民消费的实际数量。消费的实际增长与宏观经济的联系更为紧密，通胀环境反而可能抑制居民的当期实际支出。因此，在 2011 年经济增速稳定在 9% 左右，通胀前高后低的情况下，明年前半年的实际消费增速会与今年下半年相当，而下半年通胀的减轻，消费很可能出现回升。

Figure 22 2010 年社会消费品零售总额名义值小幅上升，实际值下降



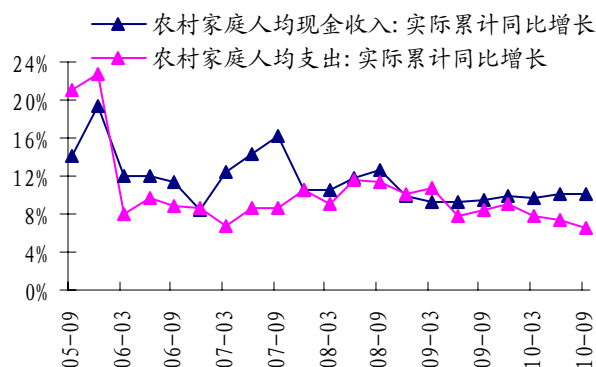
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 23 近 4 个季度，城镇居民实际人均消费支出持续下滑



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 24 近 3 个季度，农村居民实际人均消费支出持续下滑



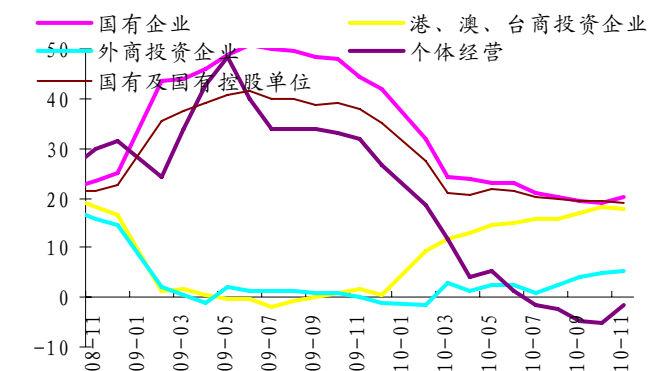
资料来源：WIND、世纪证券研究所

2、投资增速下滑，质量提高

投资增长自主性基本恢复。在经济企稳回升的带动下，各方面对经济前景的信心得到恢复，非国有投资持续较快增长，民间投资增长加快，而国有投资增速放缓，投资的驱动力在 2010 年进行了切换。从资金来

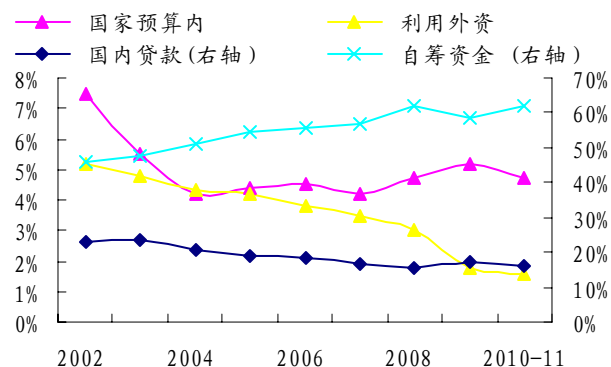
源看也表明投资自主性的增强，前 11 个月的到位投资资金中，国家预算内资金占比明显回落，国内贷款占比也出现下降，与此同时，自筹资金占比则明显上升。

Figure 25 非国有投资增长加快



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 26 城镇固定资产投资中各类资金所占比重

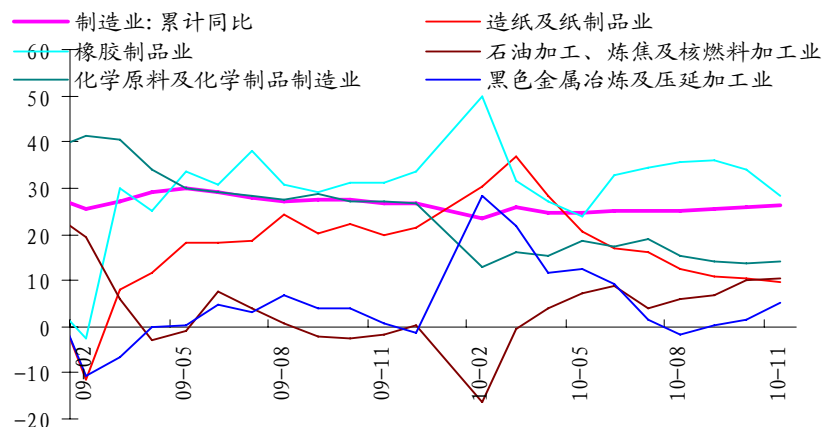


资料来源：WIND、世纪证券研究所

传统制造业投资增速维持低位，设备制造业呈欣欣向荣。3、4 季度节能受节能减排限产政策的影响，许多传统制造业出现了产量、库存下降，价格上升的局面，如钢铁、水泥、煤炭，但是当前的“供不应求”的背后不是价量齐升而是价涨量跌的局面，意味着这不是需求增长引起的，而相反是由于供给管制造成的。1 季度限产令的解除，传统制造业又将回归到产量、库存上升，价格下降的产能调整周期。

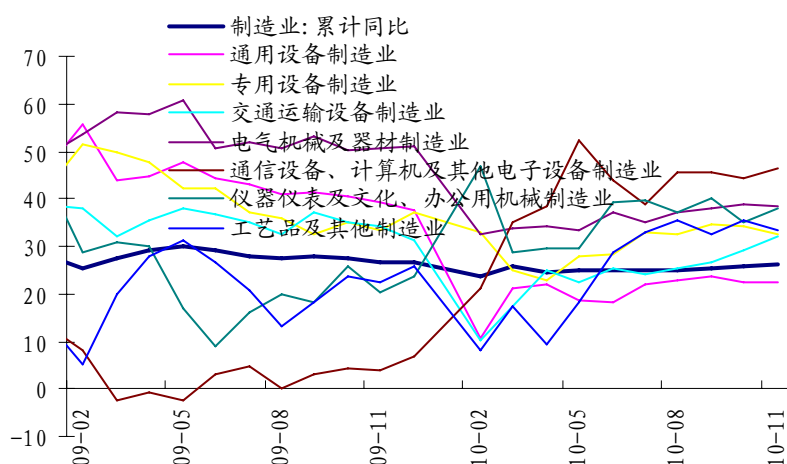
设备制造业的投资将保持持续、较快的增长，会明显高于制造业的整体增速，一方面产业发展受到政策的支持，《战略新兴产业规划》、将陆续出台的“十二五”规划的相关产业政策都将涉及；但更为关键的是设备制造业是我国重化工业基本完成后的产业升级和发展的趋势和方向，也是在重化工业完成进口替代之后继续实现进口替代的方向，符合产业的低能耗、精细化、差异化和高附加值。如日本在 70 年代中完成重化工业后，产业发展方向转向为节能环保、电气设备、精密仪器等。

Figure 27 传统制造业累计投资增速维持低位运行，要低于制造业的整体增速



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 28 设备制造业投资增速恢复较快，要高于制造业的整体增速

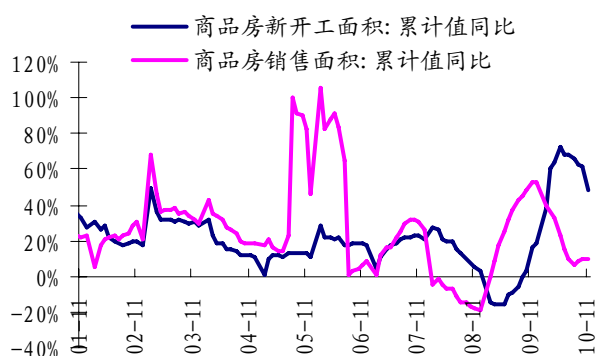


资料来源: WIND、世纪证券研究所

基建投资继续回落。根据最近发改委工作会议的信息，2011 年中央投资的重点有所变化，2010 年安排的中央政府投资总计为 9927 亿元，其中中央预算内基本建设投资 3926 亿元，2011 年的中央预算内基建投资只有 3826 亿元，同比要减少 100 亿。即使考虑到中央带动的社会投资的比重增加和地方投资的加大，明年的基建投资增速在 2010 年 20% 左右的水平上可能还会回落。

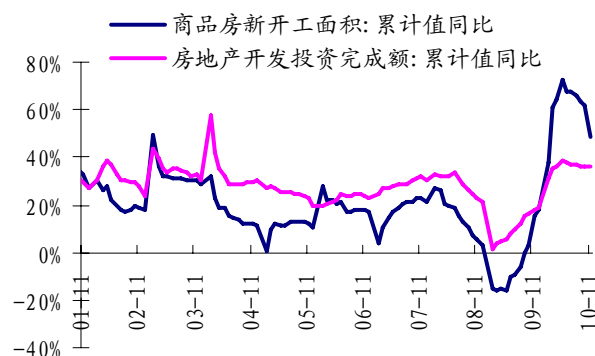
房地产投资增速回落，销量上升。4 季度房地产的销售增速出现企稳，单月的绝对值开始逐月回升，而新开工面积增速保持下滑，通常房地产的新开工增速滞后于房地产的销售增速 1-2 个季度，预计新开工面积增速在高位还将回落，明年 2 季度可能企稳，受新开工投资的影响，上半年房地产的投资增速也将呈回落态势。2010 年前半年房地产的新开工量很大，意味着明年上半年新房上市的压力大。我们认为，上半年在通胀走高的环境下，房地产的销售不会太低，会保持目前温和回升的态势，而库存的增加会减缓房地产的投资，2011 年下半年的房地产投资将视上半年去库存化的情况。今年的房地产投资增速有望达到 36%，创下历史新高，明年的房地产投资增速出现下降是较大概率的事件。

Figure 29 4 季度房地产销售企稳，新开工面积增速持续下滑



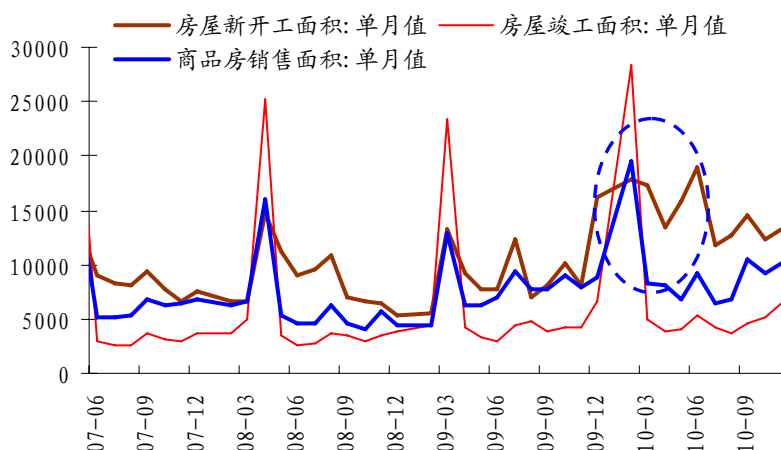
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 30 2011 年上半年房地产投资将逐渐回落



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 31 2010 年前半年的新开工量大, 明年上半年的库存会上升

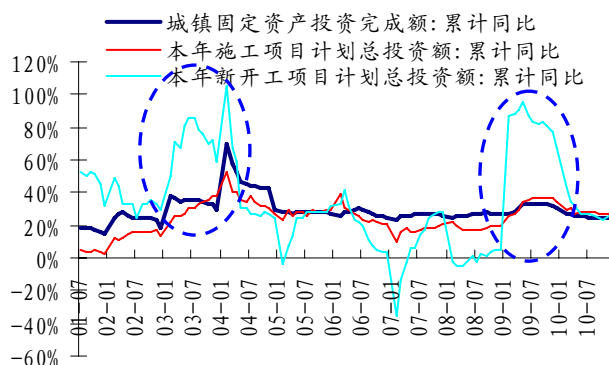


资料来源: WIND、世纪证券研究所

从投资的各个部分看, 制造业投资增速内部分化、整体相比今年变动不大, 基建、房地产投资增速回落, 我们认为 2011 年的固定资产投资增速将从 23% 左右的水平逐渐回落到 20% 附近。

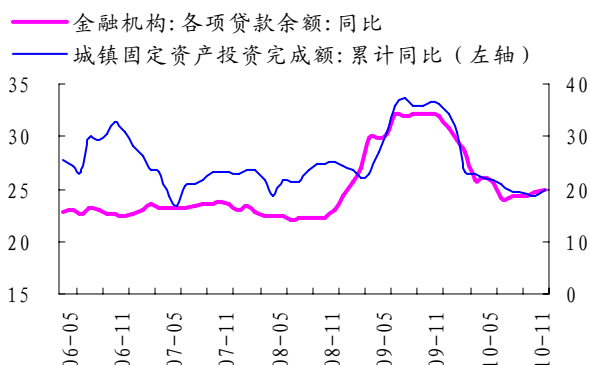
从投资的整体来观察, 本年新开工项目和施工项目的计划总投资额的增速保持稳中有降, 而在投资增速明显上升的年份 2002-04 年、2009 年计划总投资额的增速均出现了大幅的跳跃; 此外, 2011 年信贷增速将回落到 15%, 而投资增速与信贷增速有较强的相关性, 这些也表明明年投资增速稳中回落的可能性更大。

Figure 32 上半年固定资产新开工投资额持续回落



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 33 投资增速与信贷增速的相关性



资料来源: WIND、世纪证券研究所

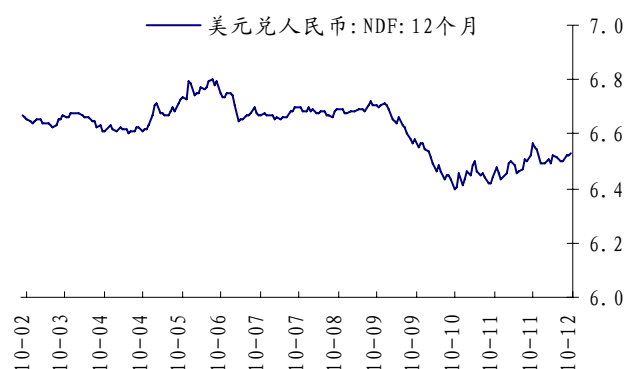
综合三架马车的趋势, 我们认为明年的经济增速会略低于今年, 可能 9% 左右, 净出口和消费增速可能前低后高, 投资可能前高后低, 由此季度分布的会呈现波动收窄、比较平稳运行的态势, 内生性增长的动力得到进一步稳固。

流动性：回归中性，处于弱平衡

流动性的基本来源是新增外汇占款和新增信贷，其中新增外汇占款包括贸易顺差、FDI 和资本流入。前面已论述过，明年贸易顺差相比今年不会有大的起色，甚至可能出现负增长，资本出现大规模流入也不大可能，因此明年流动性的来源与 2002-2004 年、2010 年相似，**流动性总体供给水平将主要受国内信贷变化的影响。而 2011 年的新增信贷即影响流动性和经济走势的主要变量将很大程度取决于通胀的走势。**

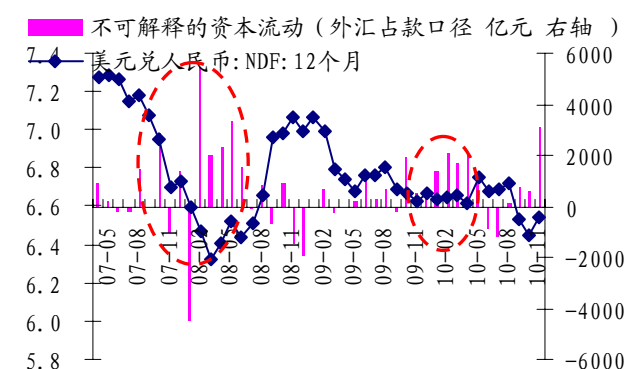
资本流入主要受人民币升值预期影响，我们认为 2011 年人民币仍将奉行渐进升值，升值的幅度不大，主要原因有：一是我国贸易顺差曾收窄趋势，尤其一般贸易方式下已经为逆差，2009 年累计逆差 19.9 亿美元，2010 年前 11 个月逆差为 368.7 亿美元，这意味着就国产商品的竞争力来说，人民币汇率已经接近均衡水平；另外，前面分析的，我们认为，2011 年的美元指数会在弱势中有反复，波动的区间会变窄，由此出现美元大幅贬值引发人民币升值的可能性也不大。

Figure 34 近期人民币的升值预期有所下降



资料来源：WIND、世纪证券研究所

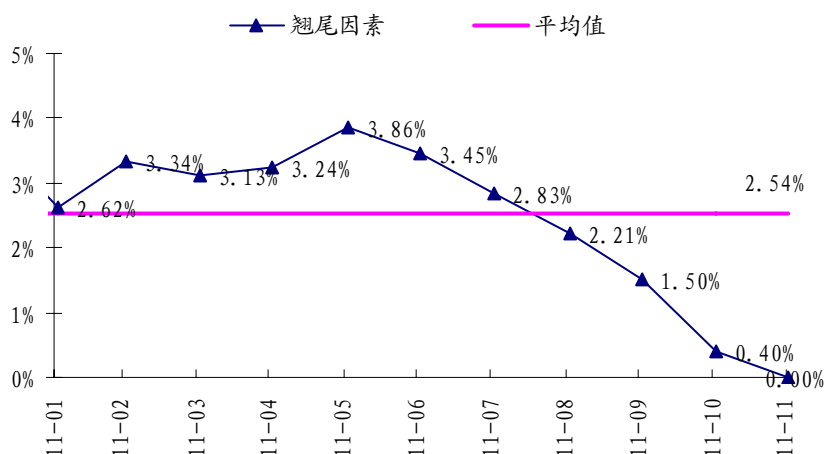
Figure 35 人民币升值预期与资本流入的相关性



资料来源：WIND、世纪证券研究所

预计明年通胀前高后低。2010 年下半年通胀的快速走高使得 2011 年的 CPI 受翘尾因素的影响很大，平均值达到 2.54%，而 2010 年的平均值为 1.24%，增加了 1.3 个百分点，由此，2011 年 4% 的通胀目标意味着新涨价因素的增幅下降以及物价环比的逐渐走低。因此，我们认为，上半年 CPI 均会在 4% 以上，个别月份会超过 5%，1 季度受春节因素影响继续走高，高点可能会在 2 季度，下半年逐渐回落。但这是一种带有主观性的预测，是基于通胀得到控制的美好结果，最终的结果还取决于国内货币政策趋紧的力度和国外输入型通胀的变化，尤其美联储再度的量化宽松可能进一步加大输入型通胀的压力。中长期还取决于国内劳动力、资源等要素价格的结构性调整。

Figure 36 2011 年 CPI 受翘尾因素影响

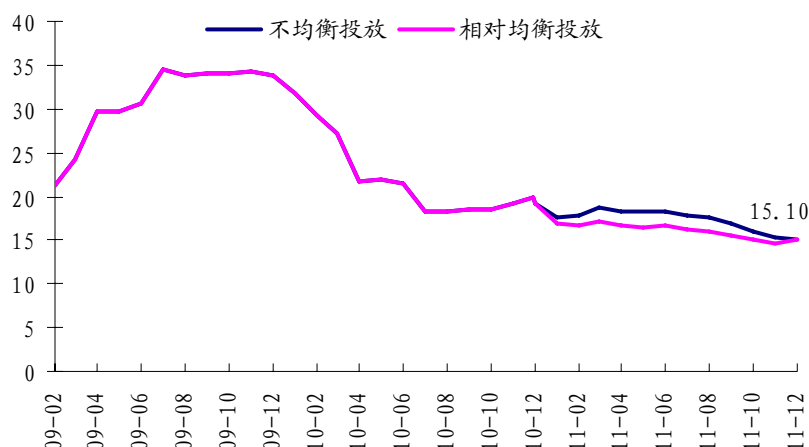


资料来源：WIND、世纪证券研究所

中央经济工作会议定调 2011 年货币政策由适度宽松转向稳健的货币政策。我们预期稳健的货币政策意味着全年的信贷增速将控制在名义 GDP 增速外加 1-2 个百分点之内，假设明年 GDP 实际增速 9%，GDP 平减指数 5%，信贷增速将在 15-16% 附近，全年的新增信贷总量将控制在 7.2-7.6 万亿。

1 季度流动性最好。根据以往银行抢先放贷的经验，假设明年新增信贷 7.2 万亿，信贷投放的节奏为 4:3:2:1，那么上半年的信贷增速将比较稳定，维持在 19% 左右，4 季度才会出现较明显的下降，但是如果与今年的情况类似，1 季度政策就变得严厉，信贷投放的节奏被控制，保持全年相对均衡的节奏，假设为 3:3:2:2，那么全年的信贷增速将呈现匀速下滑，年初约 17% 的水平，年末下降至 15% 左右。但是无论哪种情况，1 季度的信贷增速仍是最高，是全年流动性的最好阶段，但也仅仅是弱平衡，2 季度通胀上升，政策面临更严厉的可能，流动性可能最差，3 季度通胀如果被控制，流动性的趋紧将出现缓解，届时政策预期和流动性预期将发生变化，4 季度在通胀回落的情况下，引起流动性的需求下降，加上政策可能出现缓和，流动性开始改善。以上基于信贷和通胀变化做出的流动性预测是一种简单化的处理，但这是对矛盾的主要方面的判断，决定了明年流动性的基本性质，而明年美元汇率、贸易顺差和资本流入的具体变化情况会增加短期中的变数、复杂性而不会改变趋势。

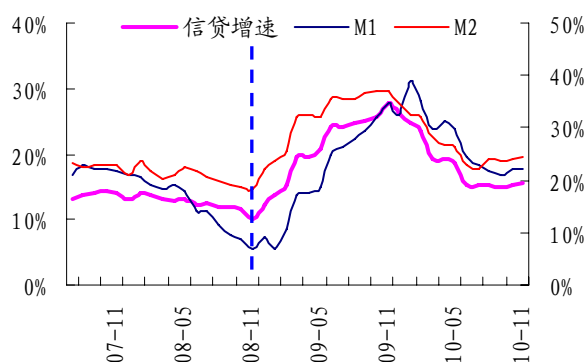
Figure 37 2010 年新增信贷 7.2 万亿，信贷增速回落到 15%，均衡投放回落更快



资料来源：WIND、世纪证券研究所

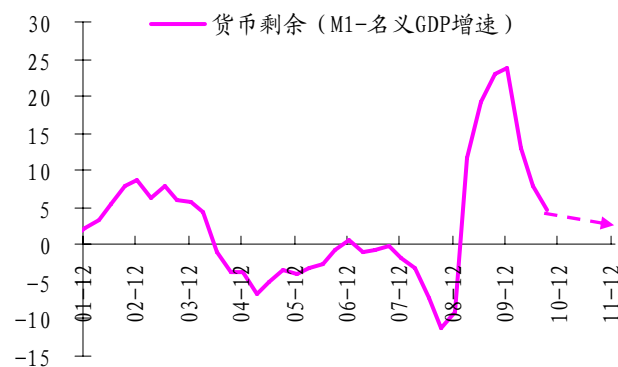
M1、M2 增速回落，货币剩余下降。由于 09 年以来新增信贷成为了流动性供应的主要创造者，我们看到信贷增速与 M1、M2 增速的相关性明显提高，信贷增速将从当前 19.8% 的水平逐渐回落到明年底的 15% 左右的水平，由此我们认为，M2 增速也将至少回落 3-4 个百分点，而 M1 的变数要大一些，不仅受信贷影响，还要取决于明年通胀的程度以及货币的活化程度，通胀环境下会出现存款活期化的趋势，会减缓 M1 增速的下降幅度，但即使这样，明年以 M1 增速衡量的货币剩余水平保持缓慢回落的态势仍然是大概率事件。

Figure 38 5 月份人民币远期汇率出现贬值，6 月出现升值



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 39 5 月份“热钱”的流入明显下降



资料来源：WIND、世纪证券研究所

政策面：更为审慎和灵活

通过前面对美国经济、国内经济、流动性的分析，我们认为明年是一个经济环境仍然极其复杂的一年，丝毫不会低于今年。复杂性的根源来自于新兴经济体和发达经济体复苏的不一致，两者所处的经济周期的

阶段不一致，这意味着两者应当采取不一致的政策，但是新兴经济体和发达经济体的经济在很大程度上又是共生的、是可传导的，这意味着一方的经济变化或政策变动会传导给另一方，两者所处的经济周期并不是独立的。因此，对于明年的中国经济，仍然是不可低估复苏中的风险因素，复苏与风险同步，稳定与变革同步；对于政策而言，就在于高层如何审时度势，权衡复苏与风险、短期与长期、稳定与变革，因此，宏观调控面临的两难问题不少，政策制定中的相当部分将是审慎、灵活和相机抉择的，当然灵活中也隐含着政策风险。

1、货币政策回归稳健

中央经济工作会议提出了货币政策从适度宽松转向稳健的总体方向，但是由于宏观经济环境的复杂性，货币政策的总体定位依然存在巨大的弹性空间，稳健定位的内涵会存在产生很大的差别，在信贷规模、货币供应总量、利率以及存款准备金率的调整幅度等方面会存在较大的变数。

2011 年货币政策工具选择可能面临以下问题：1) 以利率工具为主，必将面临“蒙代尔不可能三角”的困境，加息必将伴随升值预期的增强和短期资本流入的大规模增加，对冲了紧缩的货币政策的效力，而相反增加了地方政府融资平台、企业的利息负担，影响到在建的和计划的投资项目，增加了对经济复苏的担忧；2) 以数量性政策工具为主，将面临存款实际利率为负、民间利率上升与短期流动性出现结构性变异的困境，难以克服负利率带来的经济过热、体系外金融高涨的问题；3) 各种工具应当如何控制，调整的幅度和时点的把握，如何搭配，来实现 2011 年“控物价、启规划、稳复苏”的宏观调控目标。

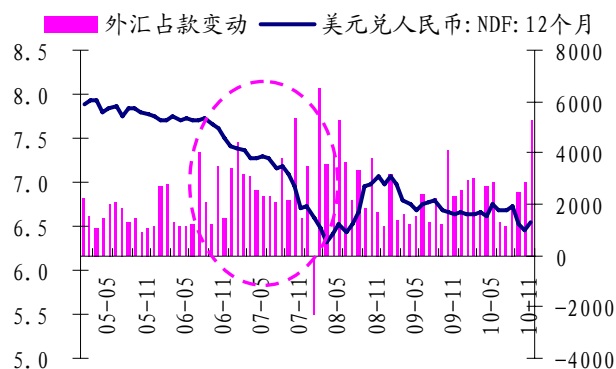
2、维持积极的财政政策

其一，要保证过去两年大量开工的基建项目顺利进行；其二，2011 年是“十二五”规划的开局之年，财政政策在调结构方面的作用会更突出，中央对企业创新的扶持力度会进一步提升，推动企业从基建、低端产业开始转向产业升级和结构转型，政府将从财税、金融等多渠道对企业创新进行辅助；其三，加大对保障和改善民生的投入，尤其明年保障房建设的规模会进一步扩大；其四，保增长的作用，根据以往经验，当投资增长较慢时，政府倾向于增加财政支出，以刺激投资，而当投资增长较快时，政府倾向于减少财政支出，以减少投资过热风险。

A 股市场展望：难以出现大的趋势性上涨行情

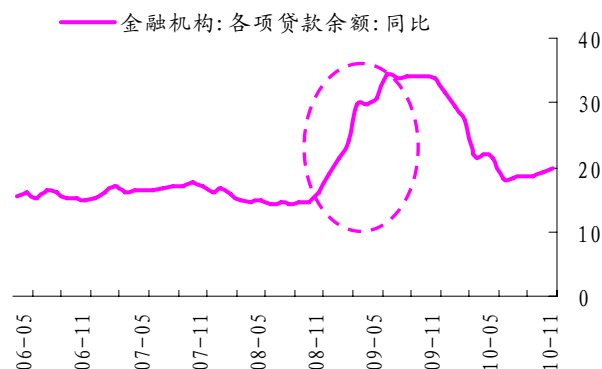
市场缺乏大的上涨行情的流动性条件。充裕的流动性是市场产生大的趋势性上涨行情的必要条件，有如水与船的关系，尽管船的特性差异决定了最终产生变化的幅度，但船与水在方向变化上是基本一致的。2006-07 年的大牛市，流动性主要来源于外汇占款的显著增加，一方面是国内产能释放背景下，贸易顺差增加；另一方面是人民币升值预期强烈，速度加快，资本流入的规模也非常大。2009 年的流动性主要来自于国内信贷投放的大量投放，09 年上半年信贷投放近 7.5 万亿，相当于 08 年全年的 1.78 倍。2011 年，贸易顺差可能会减小，资本大规模流入的可能性也不大，信贷的增速逐渐回落，因此，市场缺乏大的上涨行情的流动性条件。当然，从长的时间看，流动性与市场的关系是会发生变化的，这一点在此不做展开。

Figure 40 2006-07 年，外汇占款显著增加



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 41 2009 年信贷增速大幅上升



资料来源：WIND、世纪证券研究所

从通胀看，很可能会在明年上半年触发市场的系统性风险。通胀对市场的影响是双面的，通胀上升意味着经济的名义值更快的上升，有利于公司当期业绩的增长，但同时也伴随着通胀预期的上升，通胀预期的提高则意味着货币政策的紧缩和宏观调控的严厉，政策的变化使得对经济基本面的预期也将发生转向，尤其是在中国，政府在经济中的参与范围更多、更直接，因此预期转向的反应也更为强烈。资本市场更多反映的是未来预期的变化，而不是当期已经发生的，因此，在一般的经济周期中，低通胀和较温和的通胀有利于资本市场的上涨，而高通胀或市场对通胀的容忍度低的时候，通胀的上升会引发资本市场的担忧和预期的转向。

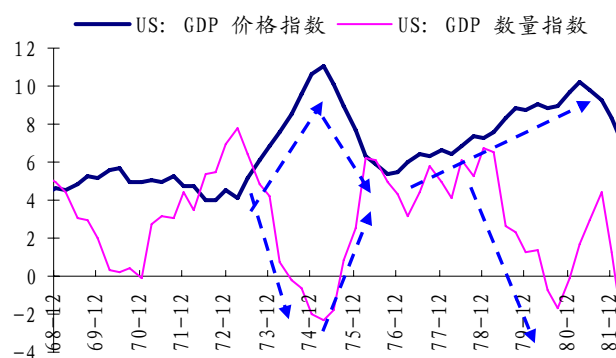
当然有人会反驳，2007 年下半年 CPI 一度超过 6%，市场反而在 10 月份创出了 6124 的历史高点，原因在于不同的环境下，市场对通胀的容忍度是不一样，世易时移。2007 年除了流动性的充裕外，股权分置改

革带来了公司盈利的释放和高增长的预期以及对中小股东的补偿，这些提高了市场对通胀的容忍度，而在当前的基本面预期下（2011 年经济增速 9%，企业盈利增速 20%，远远低于 2007 年），加上对经济结构的调整，市场对通胀的容忍度较低，因此，可能至少将持续到明年 2 季度的通胀上行（最高点很可能破 5%）使得市场难以出现上涨的一致预期，因此我们预计期间 A 股市场难有趋势性上升机会，并很可能在明年上半年触发市场的系统性风险。

典型的通胀例子是美国 70 年代高通胀的环境下的两次市场涨落和日本 73-74 年高通胀环境下的市场涨落。当时美国、日本都面临着经济的结构性问题，在通胀已经不低的环境下，70 年代初美、日的通胀都在 5% 左右，货币政策的刺激引起通胀上升，在 1973 年的第一次石油危机中，通胀都上升到了两位数，而经济出现了下行，甚至出现了负增长，股市也出现下挫，期间市场的最大跌幅均超过了 50%，当通胀得到治理时经济增长又现上行，股市也出现上行，期间股市波动与通胀呈明显的反向关系。

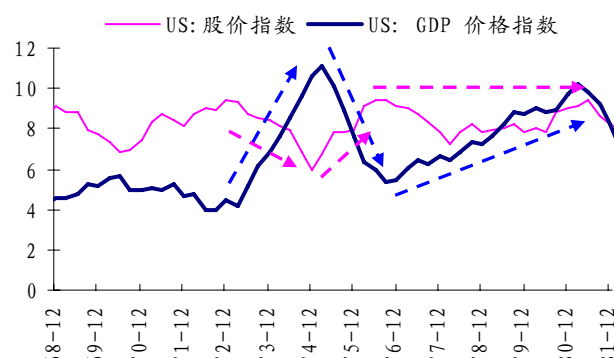
75 年之后的日本，由于经济结构调整的成功，产业向节能环保、电气设备、精密仪器、电子进行升级而对重化工的依赖度降低，在经济保持平稳增长的情况下，通胀得到控制而且逐渐走低，资本市场随之展开了趋势性上升的行情，期间的调整都是暂时的，利率的上调也没有改变市场的趋势。75 年至 80 年的 6 年间市场上涨了 80%，基本反映了日本实际经济增速 5% 左右、通胀 4% 左右和名义经济 9% 左右的增长。因此，低通胀或温和通胀有利于股市的上升，而高通胀或通胀走高都会对股市产生不利影响。

Figure 42 70 年代美国经济增长与通胀呈反向变动



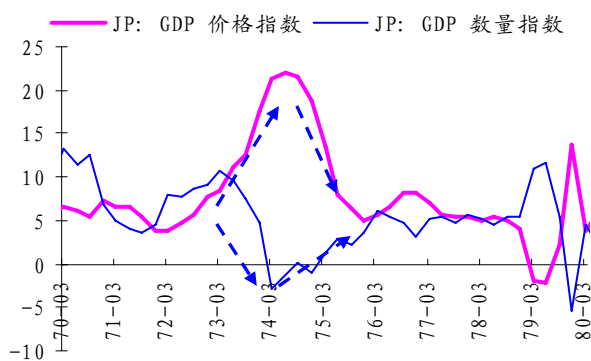
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 43 70 年代美国股市波动与通胀呈反向关系



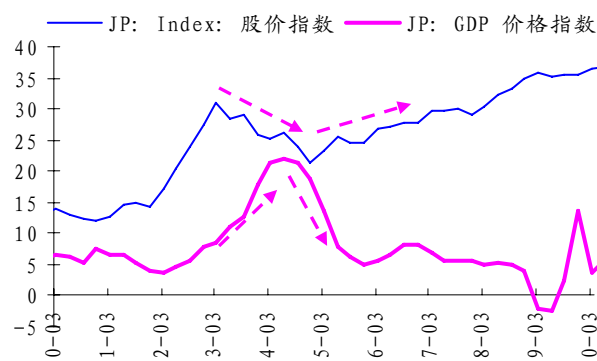
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 44 73-75 年日本经济增长与通胀呈反向变动



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 45 70 年代日本股市波动与与通胀呈反向关系



资料来源：WIND、世纪证券研究所

因此，对于明年行情的整体看法，我们有两个基本判断，一是通胀的后续演进成为决定明年经济走向和行情趋势的关键，二是流动性的弱平衡使得市场缺乏大的趋势性机会。我们预测，在上半年通胀逐渐走高的情况下，市场将维持震荡下行的态势，春节或两会前后紧缩政策可能面临更趋严厉，届时很可能受触发市场的系统性风险，下半年通胀可能得到有效控制、趋于缓和，年中市场的预期可能会有转向，届时市场将见到中期底部并在政策流动性改善、政策从紧预期下降和基本面向好的情形下开始逐渐回升，全年呈“先抑后扬”，预计明年上证综指的主要运行区间为 2300—3400 点。

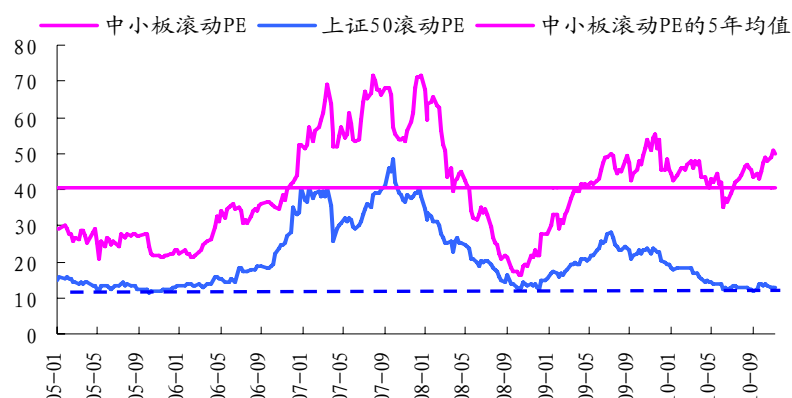
市场特征：风格分化的再分化和收敛

2008 年的金融危机虽已过去两年，但它对未来经济方向和市场预期的影响是深远的。2002-2007 年是我国重化工工业快速发展的黄金时期，固定资产投资大幅度加速，投资占 GDP 的比重创下了世界经济史的纪录，贸易顺差实现了快速上升，钢铁、船舶、化工、汽车等重化工部门完成了进口替代并开始大量出口，对外依存度上升。2008 年的金融危机中断了外部需求的增长态势，国内重化工产能出现了严重过剩，外部需求的突变使得过去屡屡提到但又渐行渐远的结构调整真正开始变得迫切和不得不为之。因此，2009 年将注定成为对中国经济未来发展方向进行深刻思考，在思路做出重大转变的一年。

市场同时开启的牛熊两种思维。2009 年下半年开始，市场开始预期结构的转变，代表重化工的传统周期性行业的前景遭到市场质疑，股票被市场抛弃，情绪极为悲观，其估值已接近于 05、08 年的历史底部；同时，市场对未来经济进行展望，用低碳技术和新一代信息技术改造传统产业、塑造新的节能社会，提升消费能力调整产业结构，而《战略性

新兴产业规划》、《十二五规划》相继出台，使得市场的预期更为强化和明确，市场给予新兴产业和消费很高的成长溢价和估值。可代表新兴产业和大消费的中小板指数 10 月份就突破了 07 年高点，目前已超出 07 年高点 20%，平均估值也已达到 50 倍。“冰”与“火”的两极在市场中同时共存，传统周期行业处于产能调整的“熊市”，而新兴产业和消费板块处于结构转型的“牛市”。

Figure 46 传统周期性的大盘股的“熊市”，中小盘股的“牛市”



资料来源：WIND、世纪证券研究所

今年底到明年“两会”前后，与十二五规划配套的产业政策将陆续出台，有关新兴产业的扶持政策也将密集出台，年报季报高送转等，我们预计，市场对新兴产业和大消费的预期可能会进一步的提高，进一步泡沫化，成为结构性行情和风格分化的催化剂。

分化内部的再度分化。过了产业政策密集期之后，无论是对于新兴产业还是大消费，市场的预期将难以出现进一步的向上提升，新兴产业和大消费板块将从预期推动转向验证真实业绩，届时这些板块将从趋势性上升的行情过渡到震荡的行情，风格内部将再度分化，板块中没有业绩支撑的题材类股票或业绩远低于之前预期的股票将面临较大的风险。

风格分化的收敛。市场是反映预期变动的，产业政策密集出台和通胀治理之后，市场对于传统周期性行业的预期很难变得更差，而对新兴产业和大消费的预期短期也难以变得更好，因此市场的估值分化水平有望开始收敛。收敛的路径主要有三：其一，市场在系统性风险释放的过程中，中小盘股票以更快的速度回落；其二，通胀下降、政策放松，传统行业的估值修复；其三，结构转型的顺利推进，经济重新进入周期性的回升，房地产销售没有现在预期的这么悲观，传统周期性行业的产能利用率提高。

行业机会：把握新的趋势力量

对于未来新周期的开启，我们认为有将出现三种趋势力量：一是新的产业增长极的出现；二是消费对经济的贡献度上升；三是房地产的周期性上升。

战略性新兴产业，包括节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车等七大产业和数十个子行业。我国已进入到工业化的后期，基本完成了重工业化，钢铁、有色金属、煤炭、石油石化、化工、电力、建材、水泥为代表的重化工的产量已占全球非常大的比重，未来工业发展的方向是低能耗、精细化、高附加值化，用低碳技术塑造节能型社会，用新一代信息技术改造传统产业，发展高端装备制造提升产品附加值。

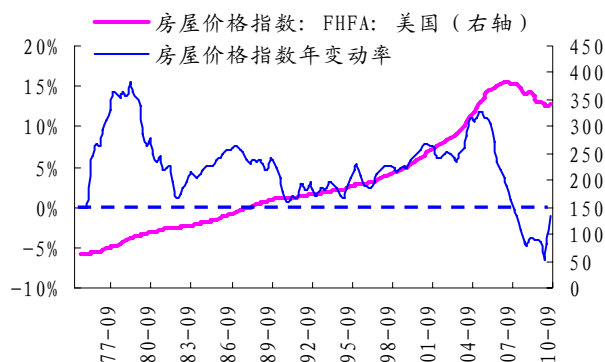
消费和医药。刘易斯拐点已经悄然而至，人口红利拐点紧随，长期来看，人口老龄化、人力成本上升与消费升级是工业化后期的大趋势，对消费板块构成长期的利好。尤其人口老龄化使得医药行业成长的空间比消费的更大，我们认为未来这些行业将长期维持较高的业绩增速和享有较高的估值。

在市场回调中，可积极介入被错杀的新兴产业和消费类股票。

房地产是重要的周期力量，关注房地产的周期性上升。无论是在新兴市场还是成熟市场，房地产都是周期的重要驱动力量，即使在发达国家，房地产也要占到 GDP 的 10% 多，新兴市场要高一些，中国占到了近 20%。房地产的周期性复苏将带动传统制造业的投资，间接带动新兴产业，财富效应会刺激消费增长。

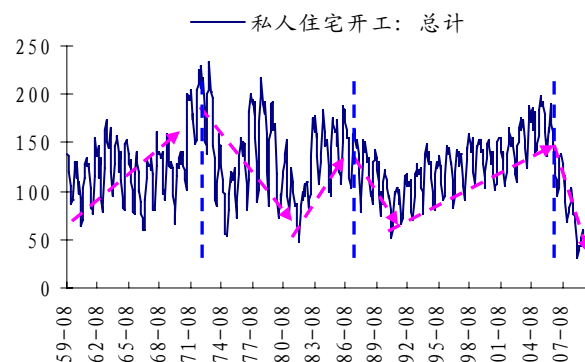
在成熟市场，房地产的周期波动主要表现为交易量或投资量的周期性波动，而不是房价。参考美国的经验，在已经完成了城镇化、工业化的情况下，房地产的波动主要表现为房屋开工量与经济周期的共振，通常情况下，经济的周期波动不会造成房价的下跌，至多是房价维持不变。我们发现，在美国 82、91 年的经济衰退中只是出现了季度性的房价零增长，在 2008-09 年的经济严重衰退时，美国的房价才出现了负增长，下跌幅度为 12% 左右，此外房价一直保持上升趋势，经济周期只是影响房价上涨的速度。

Figure 47 美国的房价指数及其年变动率



资料来源：WIND、世纪证券研究所

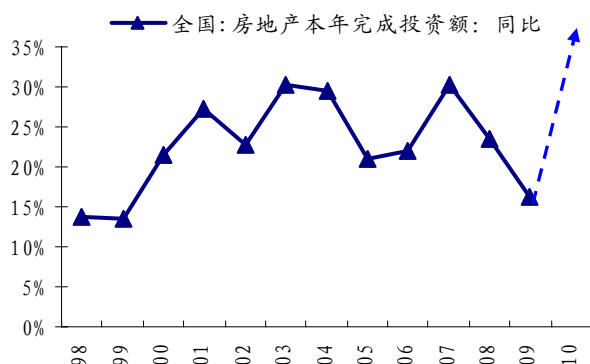
Figure 48 美国房地产投资的周期性波动（红色箭头表示经济周期的波动方向）



资料来源：WIND、世纪证券研究所

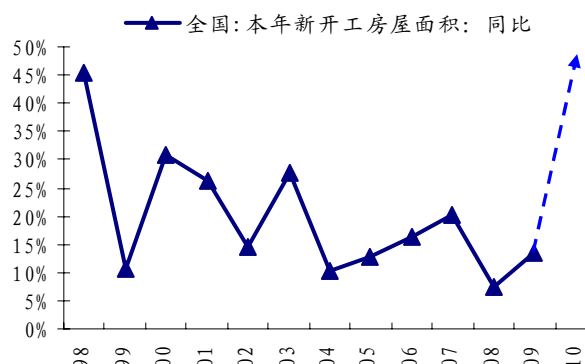
中国房地产仍处于上升周期。受 08 年金融危机影响，我国的房地产投资增速在 08、09 年连续下滑，房地产投资和新开工房屋面积的增速都回落到了 10% 附近，继 09 年房地产销量回升后，2010 年的房地产投资增速和新开工面积增速强劲反弹，并均有刷新历史新高的可能，这表明了我国房地产行业周期性复苏的动量非常强劲。由此，我们认为，一是我国房地产行业还处于中周期的上升趋势中，房地产的销量和投资的增速仍将保持相对较快的增速，在上升中波动，目前还看不到会出现负增长的可能性；二是在宏观经济稳定的情况下，加上通胀的上升，房价不可能出现下跌，即使政策调控，最差的情况就是房价维持不变。

Figure 49 房地产投资增速



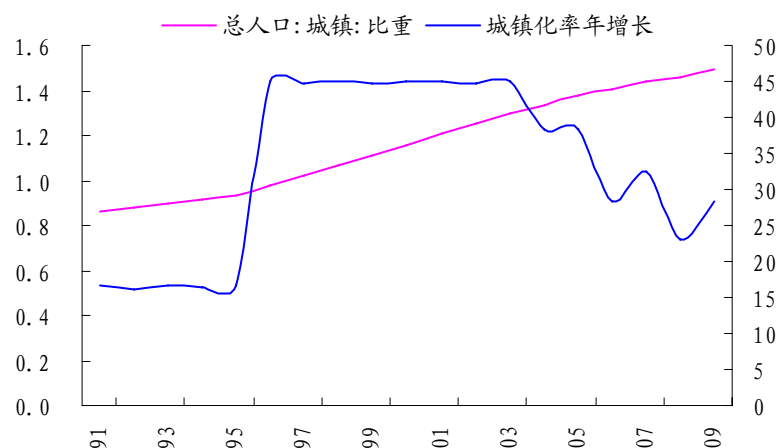
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 50 房地产新开工面积的增速



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 51 2009 年城镇化率达到 46.6%，增长 0.9 个百分点



资料来源: WIND、世纪证券研究所

受房地产调控影响，当前地产股的估值处于历史低位，反映了对未来销量和房价的悲观预期，我们建议重点关注房地产行业及其相关板块，在系统性回调和房地产投资增速下降至低位时进行介入。下半年如果出现通胀下行、政策放松，房地产为代表的相关周期性行业将迎来估值修复行情，如果房地产销量出现企稳回升，房地产及其相关周期性行业很可能出现较大的反弹行情。

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.