

全球流动性转场 有利A股市场

——对当前流动性形势的分析

相关研究报告

研究员

何庆明 S1060208120121
0755-22625695
Wangcheng932@pingan.com.cn

■ 本报告的不同之处：

当前欧美经济体均面临着不同程度的通胀压力，在经济复苏趋势渐明的背景下，各国央行为管理通胀已经或将要开始调整宽松的货币政策，尽管流动性充裕的状况不会因为政策的转向而立刻改变，但流动性增量势必将会减少。市场对于流动性的预期有可能趋弱。同时发达经济体的复苏之路并不是一帆风顺，市场也可能会因为货币刺激因素的逐步消失加剧对经济复苏前景的担忧，因此在流动性和经济复苏预期均可能趋弱的情况下，我们认为以美国为代表的欧美资本市场可能会出现调整，对资金的吸引力趋弱，那么海外资金存在转场新兴市场的可能，从而在流动性因素上有利于 A 股。

■ 在欧美政策调整预期增加之时，全球流动性转场的可能性提高，中国一季度外汇储备快速增加支持这一判断。

- 11 年联储加息的可能性不大，但流动性增量势必减少；
- 由于海外市场对流动性和经济增长的预期可能趋弱，会使欧美市场承压，资金存在转场新兴市场的可能；
- 11 年 1 季度，我国外汇占款快速增加，而其中不可解释的资金量占比也处在高值区间，这一现象支持了我们对流动性转场新兴市场的判断。

■ 国内调控政策对流动性的影响趋弱，充裕的流动性有利 A 股。

- 回顾过去央行公开市场操作和上调存款准备金率的操作，在紧缩的假设下，我们认为上述流动性对冲动作大约只能将 11 年外汇占款的增量部分对冲掉，对整体流动性的影响非常有限；
- 经过估算，11 年全年资金增量的总规模大约在 11 万-11.5 万以上，而净值增加约为 8 万亿以上，流动性增量的净值规模处在 00 年以来的高位，从流动性角度来看存在形成资产价格泡沫的基础。

正文目录

一、报告的基本结论	4
二、对联储货币政策的预判:维持现状	4
2.1 基本结论: 推出 QEIII 的可能性进一步降低	4
2.2 短期支撑 QEII 的因素并没有消失	5
2.3 逐渐复苏的经济前景和弱势美元使联储再推刺激计划的必要性降低了	7
2.4 联储推出紧缩政策的可能性也很小	8
三、美股承压, 流动性转场	9
3.1 市场预期或改变, 美股市场承压	9
3.2 美国市场可能进入调整阶段, 对资金吸引力趋弱	12
四、流动性转场, 有利 A 股	13
4.1 流动性增量的两个主要来源简析	14
4.2 11 年全年流动性净增量在 7.5-8 万亿以上	15
4.3 政策调控对流动性的影响趋弱	16
4.4 流动性充裕, 具备产生资产价格泡沫的基础	18

图表目录

图表 1	流动性增量会减少，市场预期可能趋弱.....	4
图表 2	3 月美国失业率为 8.8%，较危机时期超过 10%的水平有改善	5
图表 3	美国经济活动总人口数在下降	5
图表 4	美国首次失业人口数量出现上升	5
图表 5	美国核心通胀仍在 2%以下.....	6
图表 6	中长期通胀预期依然稳定	6
图表 7	GDP 同比增速显示良好的复苏信号	7
图表 8	PMI 也显示经济复苏趋势渐明.....	7
图表 9	美元正处在历史的低值区间，而长期弱势的美元并不符合美国的利益	7
图表 10	美国 GDP 增速与其商业信贷的增速有同趋势	8
图表 11	信贷规模增速尚处在历史低值区间而贷款利率还极低说明企业不愿扩大生 产	8
图表 12	市场在本次危机后的反弹与充裕的流动性有密切的联储.....	9
图表 13	从长期的趋势来看，联储的基准利率与 M1 增速具有反向关系	10
图表 14	如果我们对联储政策的预判成立，那市场承压的概率较大	10
图表 15	美国经济增长与指数估值在趋势上保持一致	11
图表 16	上调利率可能会影响指数盈利增速.....	11
图表 17	当市场预期出现调整时，市场表现会受到影响.....	11
图表 18	小结：美股承压，资金转场	12
图表 19	11 年 1 季度外汇储备快速增加.....	13
图表 20	10 年年底开始外汇占款中不可解释的部分在快速增加	13
图表 21	1 年期存款利率与 M2 增速的关系	14
图表 22	1 年期存款利率与 M1 增速的关系	15
图表 23	11 年 1 季度外汇占款规模仅次与 08 年同期的水平	15
图表 24	A 股资金面宽裕，具备产生资产价格泡沫的基础.....	16
图表 25	4 月-12 月，央行至少面临 26700 亿央票或正回购到期	17
图表 26	历年 5-8 月央票和正回购发行规模.....	17
图表 27	历年央行对冲流动性后的资金增加净效果	18
图表 28	11 年流动性的净增量 80000 亿，属于历史高位.....	18
图表 29	SHIBOR 和 7 日回购利率较 10 年年底时期有明显下降	19

一、报告的基本结论

本报告主要分析近期市场流动性情况。当前欧美经济体均面临着不同程度的通胀压力，在经济复苏趋势渐明的背景下，各国央行为管理通胀已经或将要开始调整宽松的货币政策，尽管流动性充裕的状况不会因为政策的转向而立刻改变，但流动性增量势必将会减少，市场对于流动性的预期有可能趋弱。同时发达经济体的复苏之路并不是一帆风顺，市场也可能会因为货币刺激因素的逐步消失加剧对经济复苏前景的担忧，因此在流动性和经济复苏预期均可能趋弱的情况下，我们认为以美国为代表的欧美市场可能会出现调整，对资金的吸引力趋弱，那么海外资金存在转场新兴市场的可能，从而在流动性因素上利好 A 股。

二、对联储货币政策的预判:维持现状

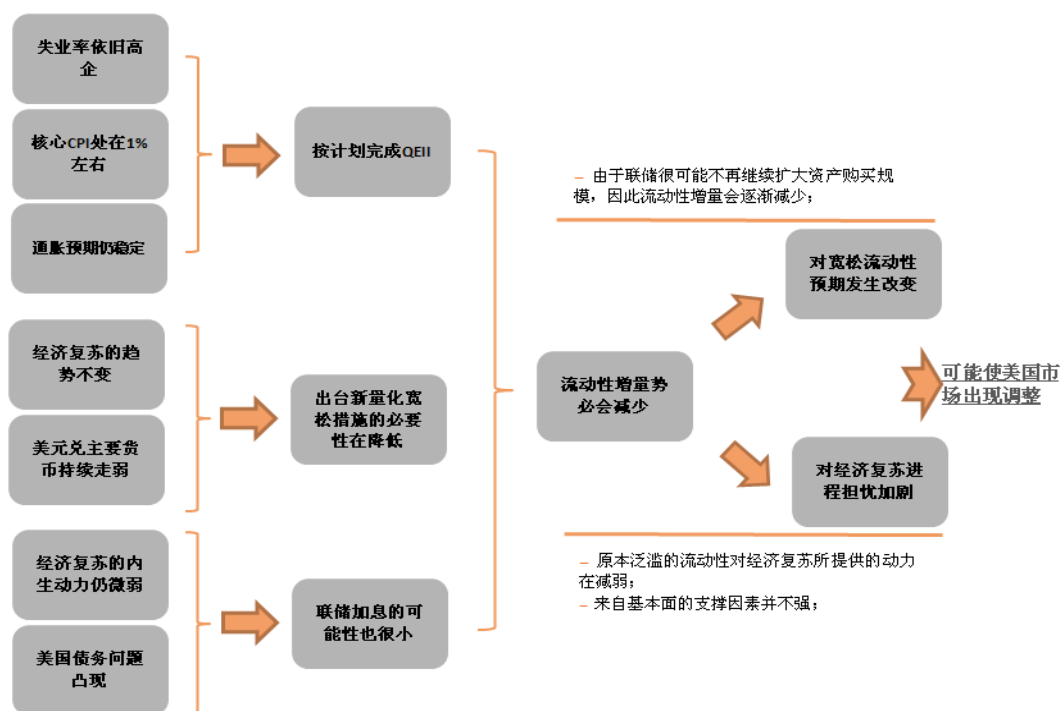
2.1 基本结论：推出 QEIII 的可能性进一步降低

对于联储未来货币政策的判断是：

- 联储将按计划如期完成 QEII；
- 由于经济复苏趋势渐明，联储出台新一轮刺激政策的可能性在进一步降低；
- 联储在 11 年内对货币政策进行调整（如加息）转入实质性紧缩的可能很小；

总而言之，我们认为联储在 QEII 后不会贸然地推出新的政策，进入观察期的可能性较大，会保持现有的资产购买的总体规模。判断的逻辑见图表 1，

图表1 流动性增量会减少，市场预期可能趋弱



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所

由于联储政策的变化会影响到市场预期，我们认为在流动性和经济复苏两个预期都可能趋弱的情况下，美国市场存在调整的可能。

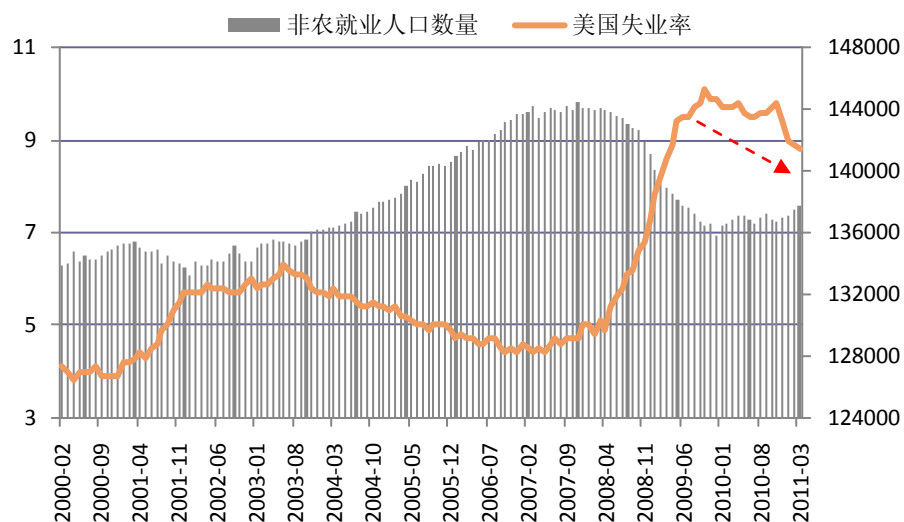
下面的一个段落将简略的分析美国当前的经济状况，梳理一下我们判断的逻辑。

2.2 短期支撑 QEII 的因素并没有消失

■ 就业：失业率仍在高位

对于就业问题，我们认为存在：就业→居民（家庭）收入增长→居民消费增长→支撑美国经济复苏的传导逻辑。截止到3月，美国失业率为8.8%，尽管较危机时期相比有所改善，但仍然处在历史高位区域。

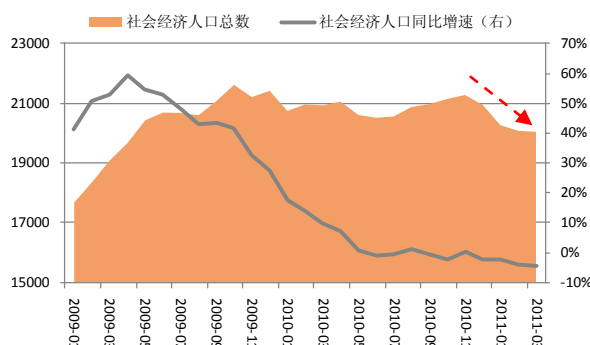
图表2 3月美国失业率为8.8%，较危机时期超过10%的水平有改善



资料来源：Bloomberg 平安证券研究所

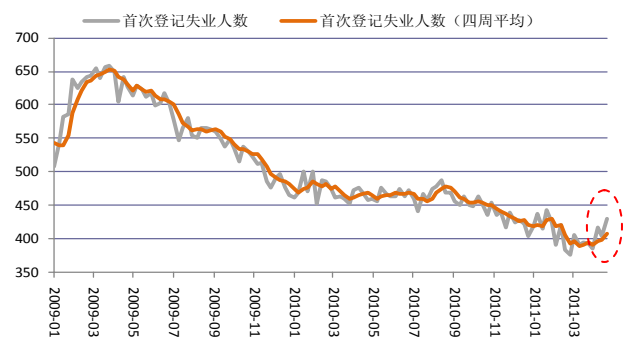
但近期美国全社会经济活动人口总数在下降，使我们并不能乐观地看待失业率下降，另外全美新增失业人口登记数量也表现出波动的走势，就业市场改善的持续性仍承受考验。

图表3 美国经济活动总人口数在下降



资料来源：Bloomberg 平安证券研究所

图表4 美国首次失业人口数量出现上升



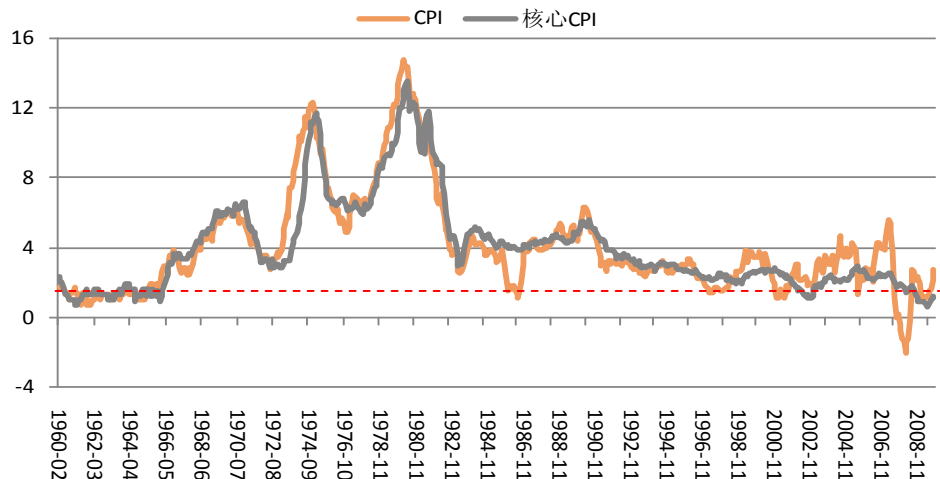
资料来源：Bloomberg 平安证券研究所

■ 尽管通胀预期在上升，但当前联储局对通胀管理的迫切性并不高

联储认为近期价格上升主要是由食品、能源（大宗商品）价格上升所引起，但原油价格上升主要由地缘政治因素不稳所引起，并不具备持续性，因此未来推动美国 CPI 持续大幅攀升的动量并不强，同时核心通胀率仍在联储制定的 2% 的管理目标以下，尽管通胀预期有所提升，但以当前的经济、就业形势来看，联储目前对通胀管理的迫切性并不高。

目前美国的核心通胀率为 1.2%，离联储 2% 的管理目标还有一定距离。

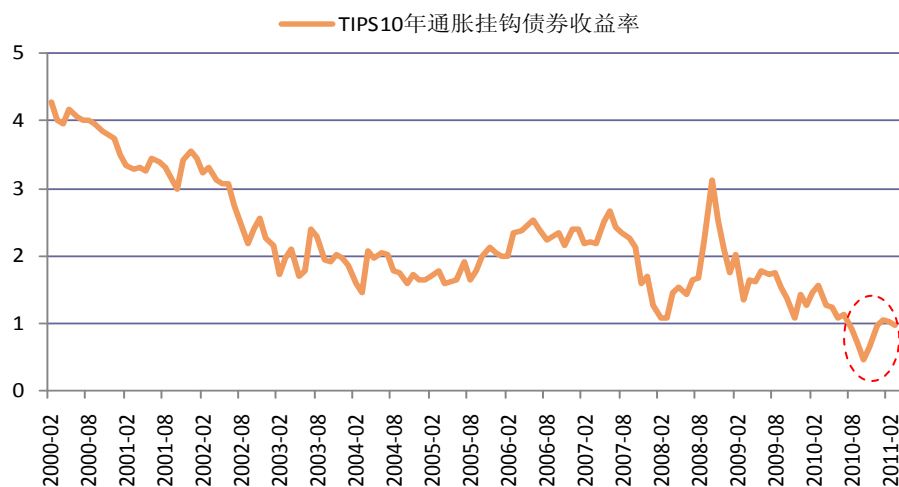
图表5 美国核心通胀仍在2%以下



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所

与通胀预期紧密相关的长期通胀挂钩债券的收益率也表现稳定。目前其到期收益率为 0.993%

图表6 中长期通胀预期依然稳定



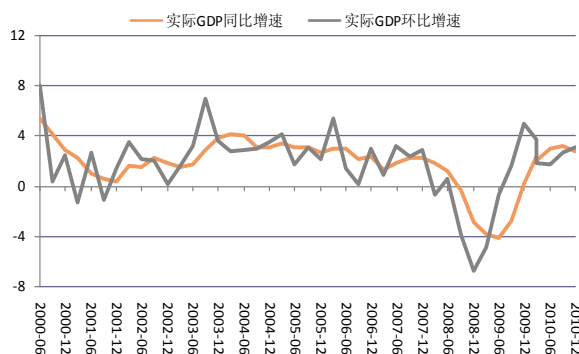
资料来源: Bloomberg 平安证券综合研究所

2.3 逐渐复苏的经济前景和弱势美元使联储再推刺激计划的必要性降低了

■ 经济逐渐复苏和前期大量资金释放正在推升通胀预期，政策将进入谨慎观察期

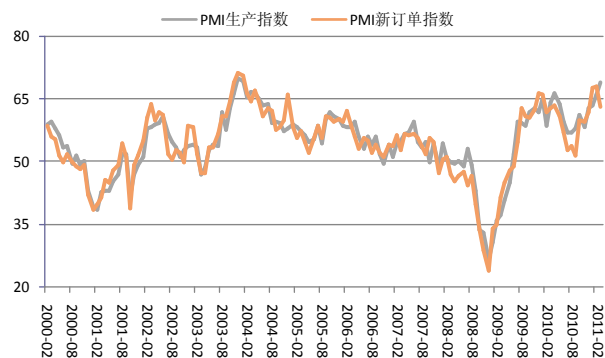
尽管各方面的经济数据显示美国经济复苏进程还有波折，但是必须看到的是美国经济复苏的趋势是逐渐明确的，同时也存在通胀上行的预期，因此，至少在短期内，持续的量化宽松的必要性降低。

图表7 GDP同比增速显示良好的复苏信号



资料来源：Bloomberg 平安证券研究所

图表8 PMI也显示经济复苏趋势渐明



资料来源：Bloomberg 平安证券研究所

■ 在美国债务问题形势严峻的情况下，持续量化宽松对美元长期地位将带来重大负面影响

从图表9可以看出，美元指数处在85年以来的低值区域，如果联储继续向市场注入美元，由基本的供求关系来看，当美元的供给大量增加时，美元的价格自然会下降，亦将对美元资产产生重大打击。持续弱势的美元并不符合美国的利益。从这个角度来分析，联储再推“量化宽松”计划的掣肘很多。

图表9 美元正处在历史的低值区间，而长期弱势的美元并不符合美国的利益



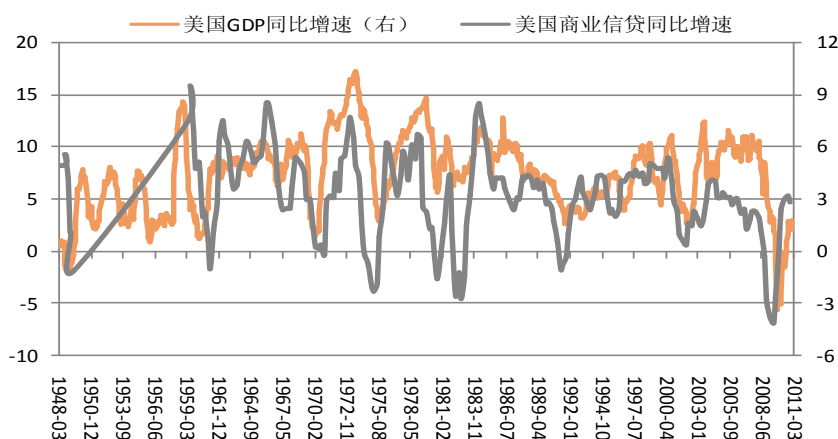
资料来源：Bloomberg CEIC IMF 平安证券综合研究所

2.4 联储推出紧缩政策的可能性也很小

尽管从前文的分析中可以看到：美国经济的在两轮量化宽松政策的帮助下的确走出了危机时的低谷，但我们认为它目前仍缺乏持续的内生动力，因此明显的紧缩政策出台的可能性也比较低。

如图表 10 所显示的那样，美国的信贷规模增速与经济增长在存在长期的相关性，在趋势上保持一致。

图表10 美国GDP增速与其商业信贷的增速有同趋势



资料来源: Bloomberg CEIC IMF 平安证券综合研究所

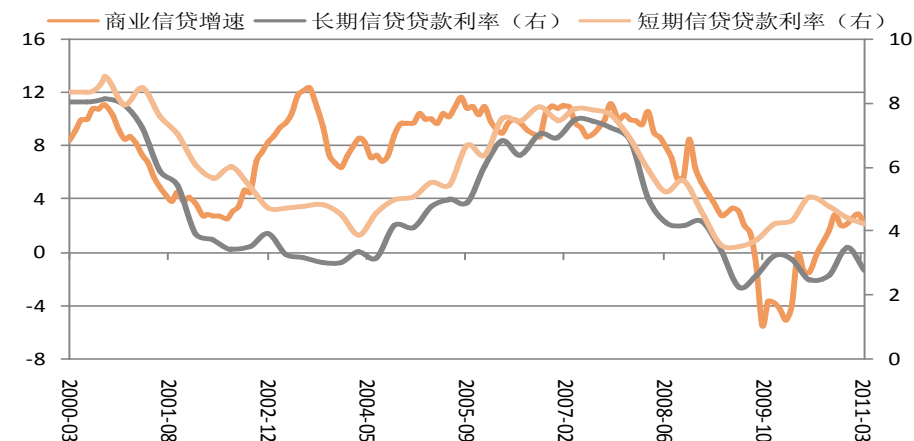
我们认为存在这样的逻辑：企业（或个人）增加生产（或消费）→增加对资金的需求→推动信贷的增加 →企业通过信贷，再次投入资金扩大再生产，两者相互促进，形成一个良好的经济增长的正循环。

目前的情况是：

- 信贷增速从底部回升，但还是处于历史性低位；
- 利率极低；

这些事实说明企业在很低的利率情况下，也不愿借钱扩大生产，经济复苏动力不足。

图表11 信贷规模增速尚处在历史低值区间而贷款利率还极低说明企业不愿扩大生产



资料来源: Bloomberg

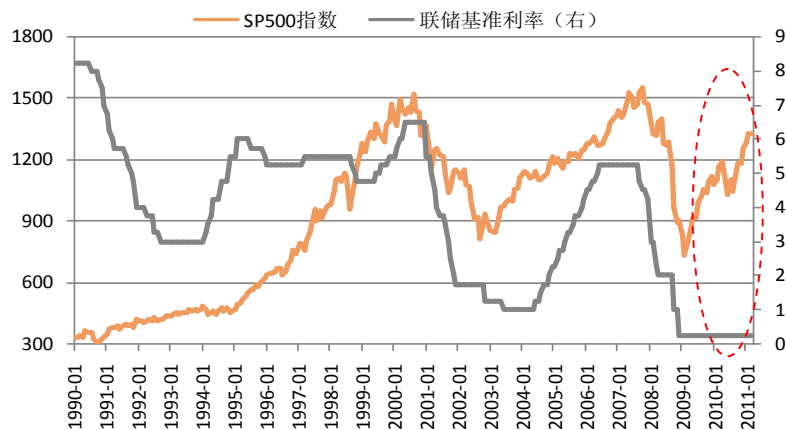
我们认为目前的低利率与联储维持极低的基准利率政策直接相关，如果未来联储上升利率，增加借贷成本有可能进一步打击企业借贷资金的意愿，从而阻碍美国经济复苏进程。

三、美股承压，流动性转场

3.1 市场预期或改变，美股市场承压

回顾 90 年至今，S&P500 与联储基准利率的数据，我们发现，99-08 年初，市场的表现与联储基准利率的变化有紧密的联系，而从 09 年开始，这种联动关系却不明显，见图表 12。

图表12 市场在本次危机后的反弹与充裕的流动性有密切的联储



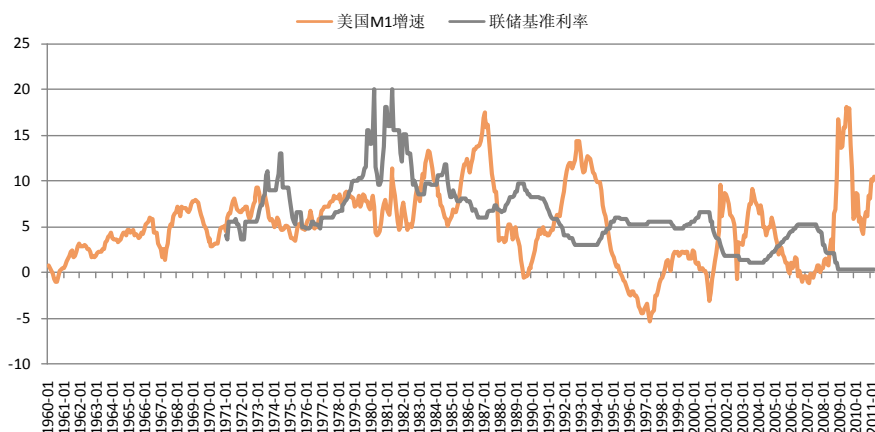
资料来源：平安证券研究所整理

我们认为 99 年至 08 年市场表现与联储基准利率的变化有较高的同步性，说明在那段时间市场与经济基本面的吻合度较高，而本次危机之后的反弹则更多地与流动性相关，因此如果未来美国市场流动性状况出现恶化，那么市场向上的动能将会受到限制。

■ 影响：改变市场对流动性和经济复苏预期

影响之一：M1 增速的回落给指数增幅带来压力。

图表13 从长期的趋势来看，联储的基准利率与M1增速具有反向关系



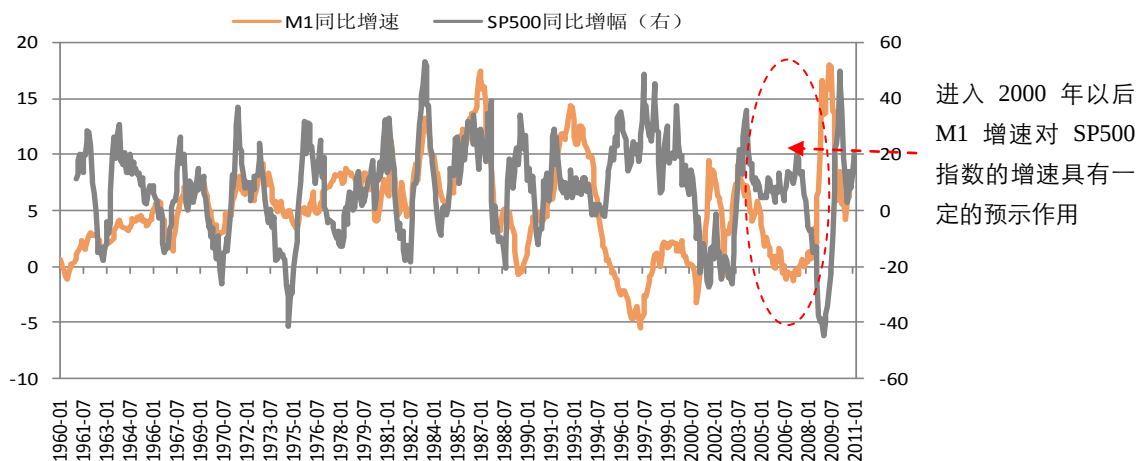
资料来源：平安证券研究所整理

美国 M1 的主要构成是现金、活期存款，旅行支票等美国经济体中最具有活力的资金，从长期来看 M1 增速与联储的利率政策变化有着反向关系。

再看看流动性与市场的关系。从历史数据来看，进入 2000 以后，流动性的增速对市场的表现存在一定的领先预示作用，见图表 14。

基于前文的分析，未来联储实质性地收缩货币的可能性不大，但流动性增量减少则是大概率事件，由 M1 增速与市场表现的关系来分析，我们认为美股承压的概率在增大。

图表14 如果我们对联储政策的预判成立，那市场承压的概率较大



资料来源：Bloomberg 平安证券研究所

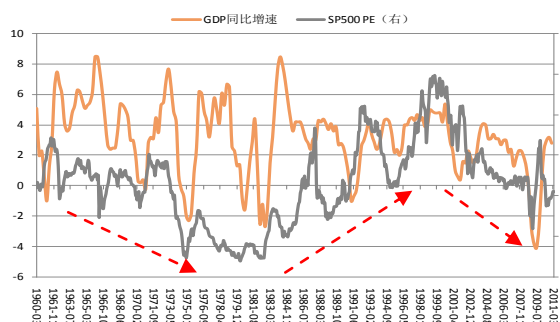
影响之二：对估值和盈利的影响

另一个影响对市场的冲击更为直接。在前文中我们已阐述了联储上调利率有可能会阻碍美国经济复苏的逻辑，通过对历史数据的观察，我们发现：

- 市场估值的预期与经济增速具有同趋势，如果未来市场对经济复苏前景的担忧加剧，那势必会下调市场估值的中枢；

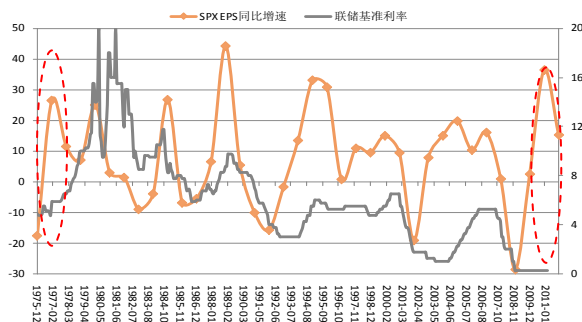
- 对比 70 年代经济增长和指数 EPS 增速的关系，我们认为如果联储上调利率（或市场对此的预期增加），指数的盈利增速会出现回落；

图表15 美国经济增长与指数估值在趋势上保持一致



资料来源：Bloomberg 平安证券研究所

图表16 上调利率可能会影响指数盈利增速

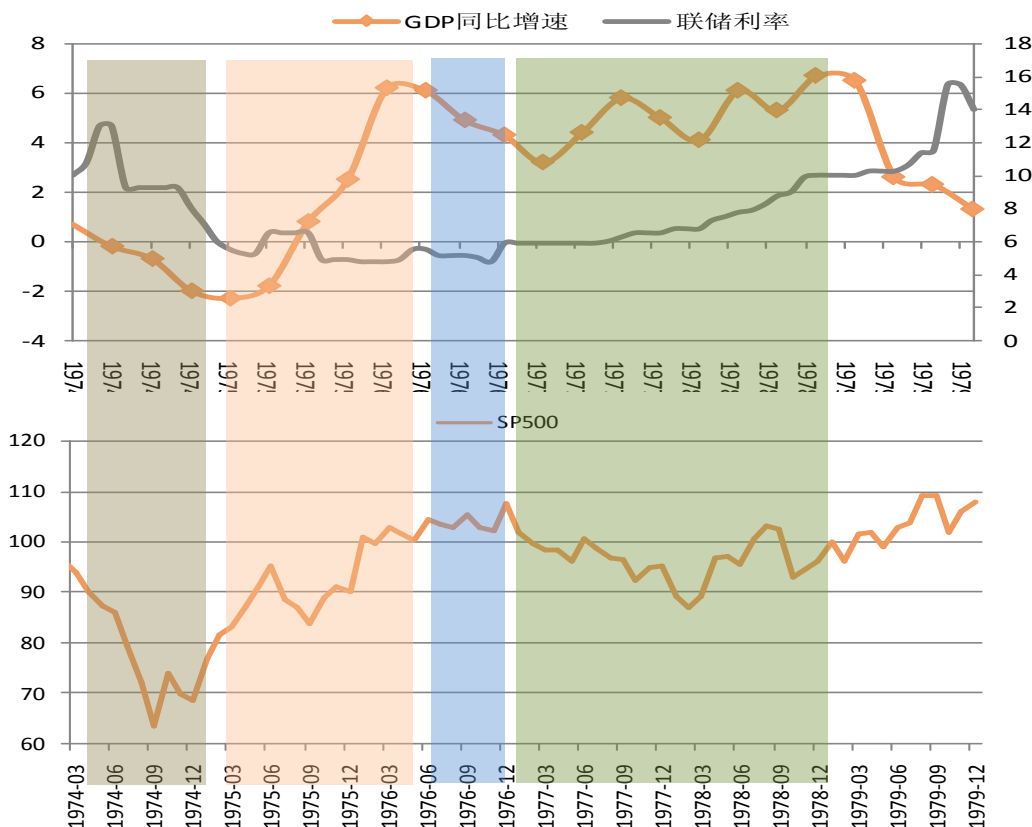


资料来源：Bloomberg 平安证券研究所

■ 实证例子 74 年-76 年：当市场对政策调整预期出现（增强）时，市场承压

通过对 74-76 年经济增长，货币政策和市场表现实证研究，我们发现当市场对政策调整预期出现时，市场的表现会受到抑制，见图表 17。

图表17 当市场预期出现调整时，市场表现会受到影响



资料来源：Bloomberg 平安证券研究所整理

见图表 17，我们截取的是 74-76 年美国经济和市场的历史数据。通过对 74-76 年美国 GDP，联储利率和市场表现情况放到一起来进行比较，我们发现：

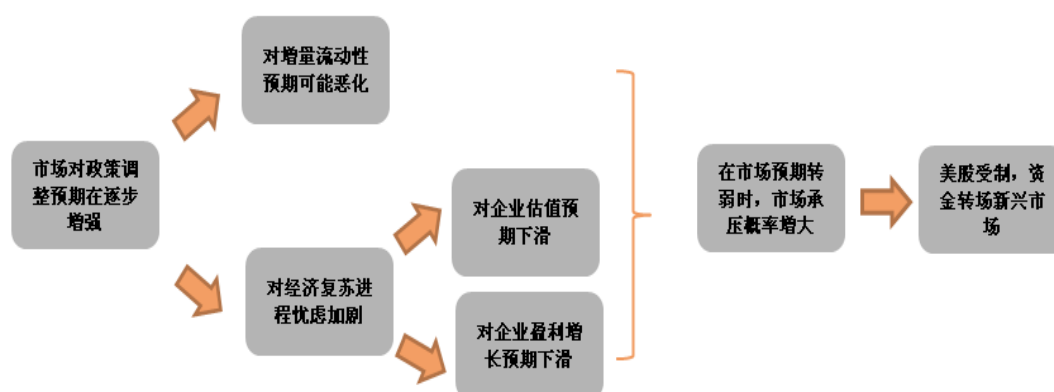
- 从 74 年-75 年初，美国 GDP 增速快速回落，同时联储以连续下调利率来刺激经济，而市场表现则是持续下滑，并在 74 年年底触底（图中灰色区域）；
- 进入 75 年年中后，市场对于联储维持低利率的宽松政策的预期趋同，同时在政策刺激下，美国经济也进入回升的阶段，市场表现为明显的上涨阶段（图中橙色区域）；
- 在 76 年 2 季度后，由于联储维持低利率已有一段时间，同时经济复苏趋势也逐渐明确，市场开始出现联储微调政策的预期，此前持续约 1 年的市场上涨趋缓，进入调整阶段（图中蓝色区域）；
- 到了 76 年年底，联储在时隔 1 年半后首次加息，预期兑现，而经济也进入到复苏后的波动阶段，市场出现回落，延续调整（图中绿色区域）。

我们认为目前的情况与 74-76 年期间的第三阶段很类似，市场普遍存在联储会微调政策的预期，由历史表现来看，市场承压的概率在增大。

3.2 美国市场可能进入调整阶段，对资金吸引力趋弱

综合来看，我们认为尽管短期联储政策转向的概率很低，但毫无疑问的是，联储现有的极度宽松的货币政策也没有持续性，市场对于联储政策调整的预期是逐渐增强的。因此在这样一个观察阶段里，当流动性增量减少而经济基本面的支撑力还有限的背景下，美股市场出现调整和波动的可能性在增加，同时它对于资金的吸引力也在趋弱，资金存在转场新兴国家市场的可能性。

图表18 小结：美股承压，资金转场

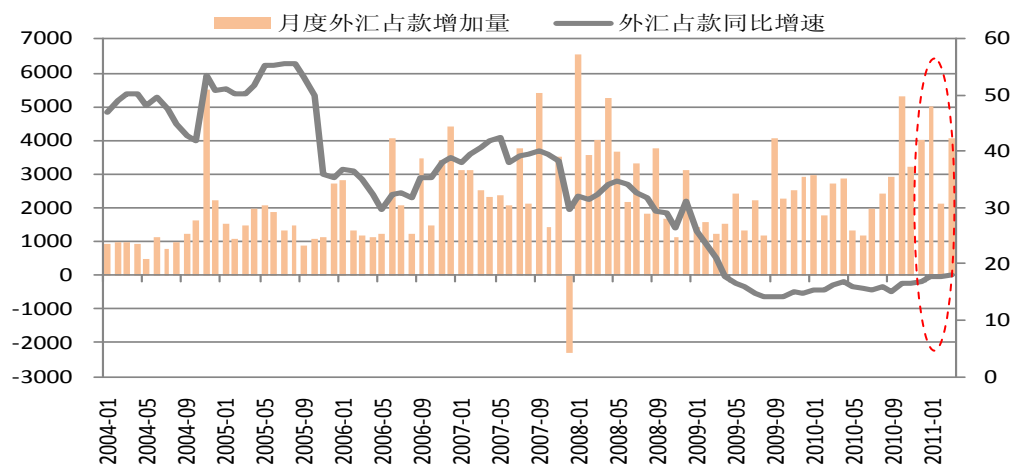


资料来源：平安证券综合研究所

■ 11 年 1 季度我国外汇占款快速增加支持我们的判断：资金转场在发生

11 年 1 季度我国外汇占款快速增加，从月度新增规模来看，当前的新增规模已是 04 年至今的高值区域，具体见图表 19。

图表19 11年1季度外汇储备快速增加

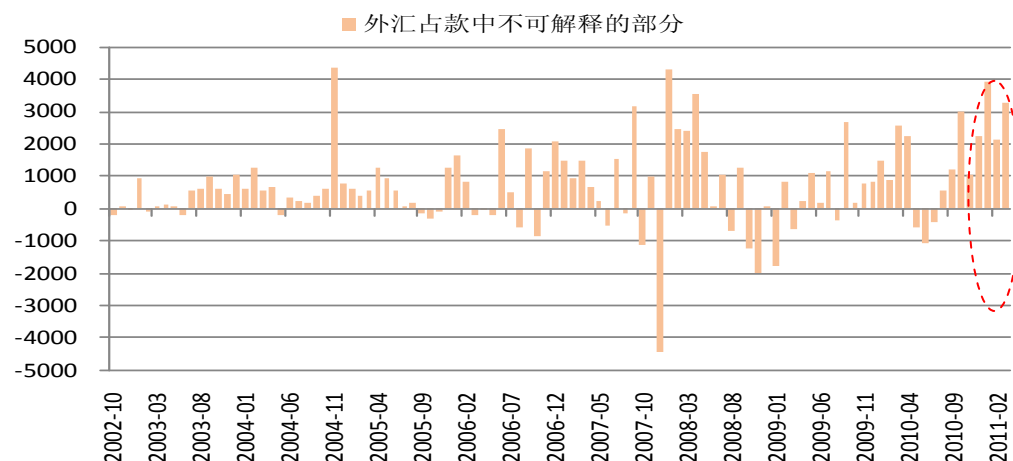


资料来源: Bloomberg 平安证券综合研究所

尽管由于基数原因,目前外汇占款的同比增速已较 04-05 年的高值水平有明显下滑,但是和 09 年的增速比较,也有 4-5 个百分点的增长。

另外我们通过计算和比较外汇占款、贸易顺差(逆差),FDI 以及跨境人民币贸易结算规模的数据,发现从 10 年底开始,外汇占款中不可解释的部分的数量在增加,我们大胆推测这部分资金可能与海外“热钱”的流入有关,这也支撑我们的判断:资金转向新兴市场。

图表20 10年年底开始外汇占款中不可解释的部分在快速增加



资料来源: Bloomberg 平安证券综合研究所

四、流动性转场, 有利 A 股

根据我们对 11 年内我国流动性状况的分析,我们认为在新增贷款规模增速受到宏观调控制的情况下,外来的流动性因素成为我们判断国内资金增量的一个重要观察点。由于非贸易、非 FDI 相关的

外汇储备的大量增加，加上近几个月央票到期数量巨大，央行对流动性的冲能力不足，因此，流动性总量处于净增加状态，有利于 A 股市场。

4.1 流动性增量的两个主要来源简析

■ 流动性增量的两个来源：新增贷款和新增外汇占款

对于我国市场而言，每年流动性的增量有两个主要来源：

第一、 国内新增贷款规模，这是大致可以控制的；

第二、 外汇占款的新增规模，这是大致不可以控制的部分；

对于前者，国内新增贷款规模基本是由：每年中央经济工作会议来制定经济增长速度→与之相适应的货币增速→相配套的新增贷款规模的逻辑来决定的，同时在每年具体执行的过程中，管理机构也可以通过一些行政手段来控制商业银行发放贷款的规模和节奏。而对于后者，它主要受外部因素的影响，如 FDI，贸易顺差（逆差）和其它部分，它是较难控制的。

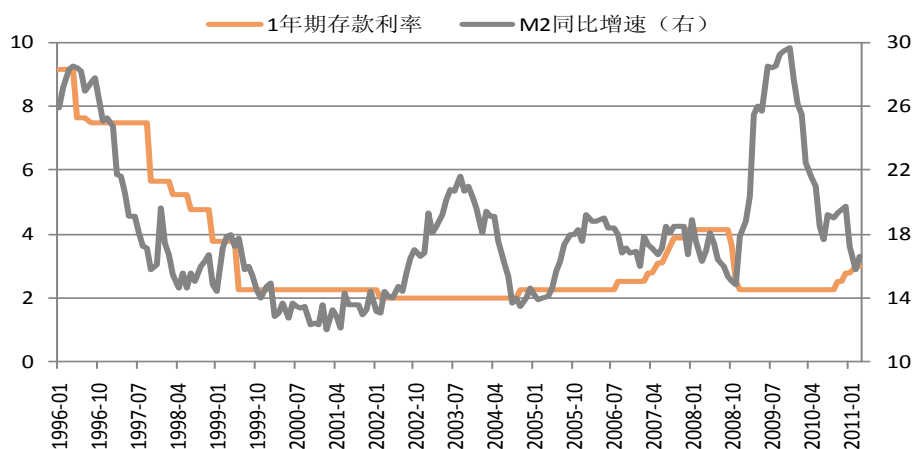
■ 影响流动性的政策：上调存款准备金率和公开市场操作

目前央行最为倚重的流动性对冲手段是：上调存款准备金率和公开市场操作（央票和回购动作）。而将上调存款准备金率和公开市场操作来比较，我们认为提存款准备金率对流动性的对冲效果更为直接，它是直接将资金放在银行里，直到央行下调存款准备金率时流动性才会重新流入市场，而公开市场操作只是将流动性暂时锁在央行里，当央票或正回购到期时，这部分流动性还是回到市场里，它起到的更多是流动性平滑的作用。

基准利率调整在我国对流动性的对冲效果并不明显，从数据上看，我国利率的提高和下降并不直接影响流动性增速，见图表 21、22。

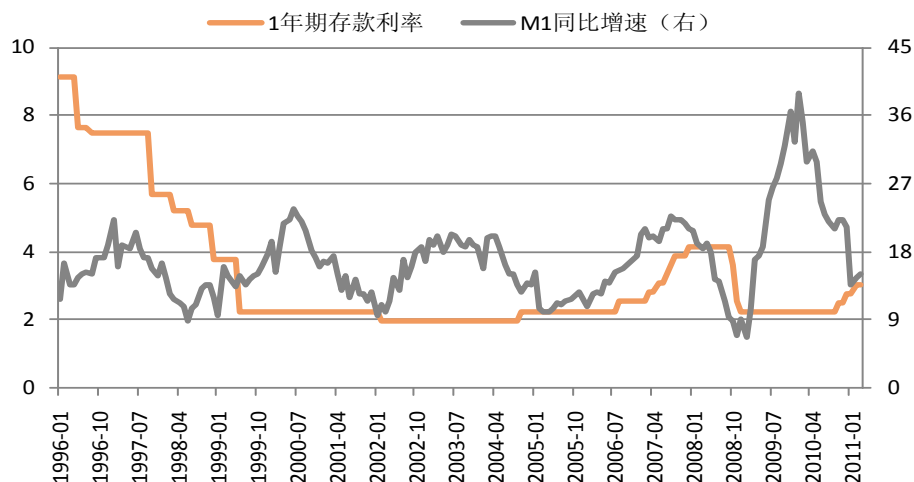
我国 M2 的主要构成是存款（储蓄），从最简单的逻辑来看，当存量利率上行时，由于存款的潜在收益在提高，那么社会存款的意愿会提高，应该可以看到全社会的增加，但从 96 年至今的数据来看，M2 增速与存款利率之间的关系并不稳定。

图表21 1年期存款利率与M2增速的关系



资料来源：Bloomberg 平安证券综合研究所

图表22 1年期存款利率与M1增速的关系



资料来源: Bloomberg 平安证券综合研究所

而图表 22 也表现出相似的结论, M1 增速有着自身的规模与 1 年期存款的基准利率没有明显的关联。

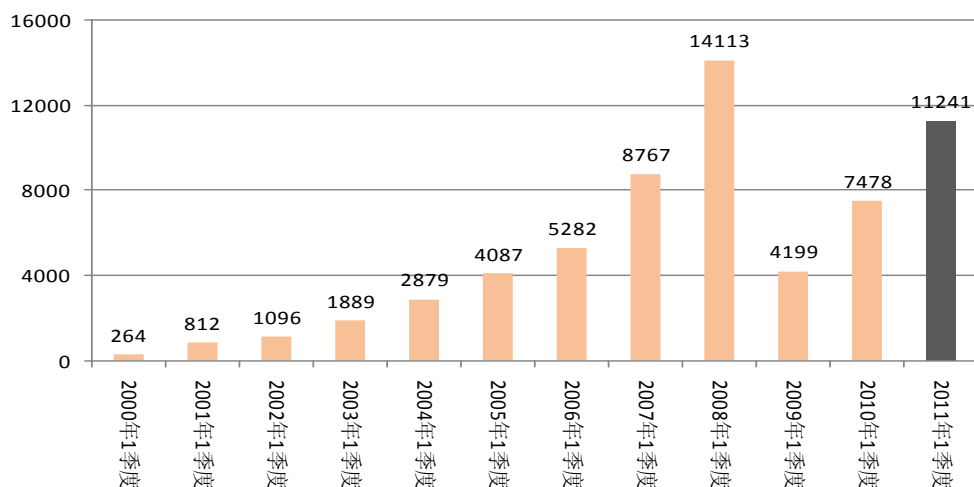
4.2 11 年全年流动性净增量在 7.5-8 万亿以上

按照前文的逻辑, 根据已有的数据, 我们可以对 11 年全年的资金增量总规模和净增量进行估算。

■ 11 年外汇占款新增规模可能接近 08 年的规模

我们统计了 00 年至今各年 1 季度外汇占款增量, 11 年 1 季度外汇占款增加量为 11241 亿, 仅次于 08 年的规模, 然而考虑到未来资金有从发达市场转场的可能, 因此我们预计 11 年全年新增外汇占款规模有可能接近甚至超过 08 年 40000 亿的规模。

图表23 11年1季度外汇占款规模仅次于08年同期的水平



资料来源: Bloomberg 平安证券综合研究所

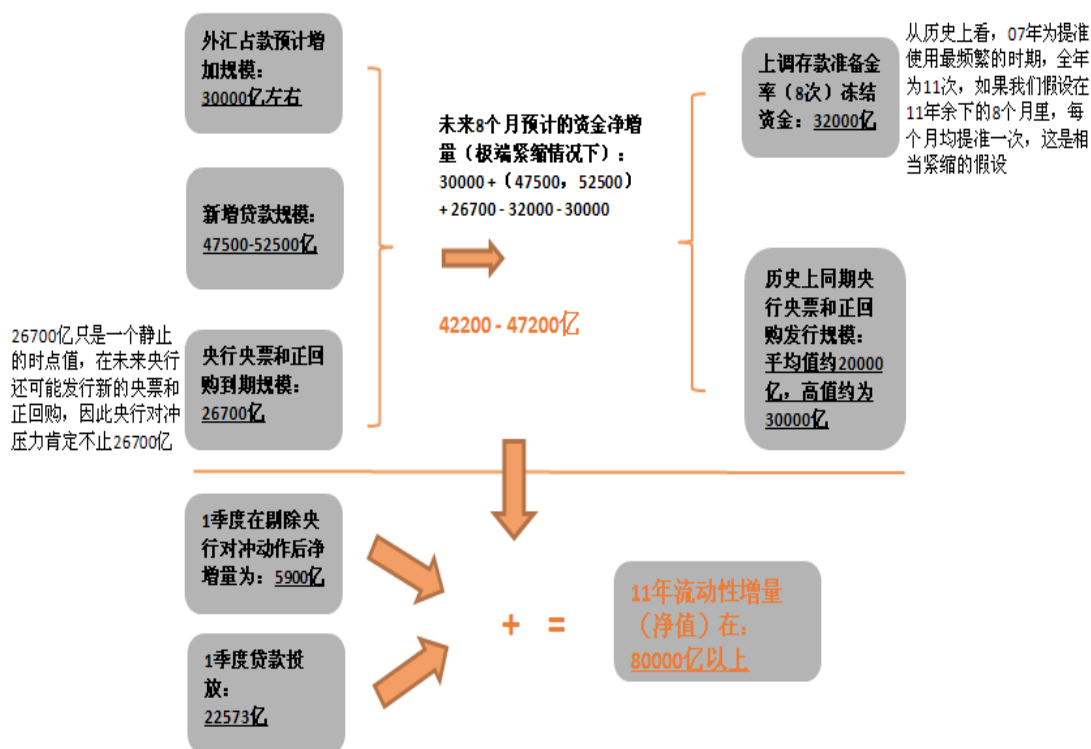
■ 11 年新增贷款规模为 7 万-7.5 万亿，资金总量在 11 万-11.5 万亿左右

11 年全社会新增贷款的规模约为 7 万-7.5 万亿，在加上大约在 4 万亿以上外汇占款的规模，那么全年新增资金量（总规模）大约在 11 万-11.5 万亿左右。

■ 流动性状况向好，11 年流动性净增量在 7.5 万-8 万亿

根据前文中对海外市场动向的判断，我们认为未来 A 股市场流动性情况会出现好转。我们采取了极端紧缩的对冲假设，结果表明央行对冲作用的影响有限，11 年并不存在资金面紧张的状况。基本结论见图表 24。

图表24 A 股资金面宽裕，具备产生资产价格泡沫的基础



资料来源：平安证券综合研究所

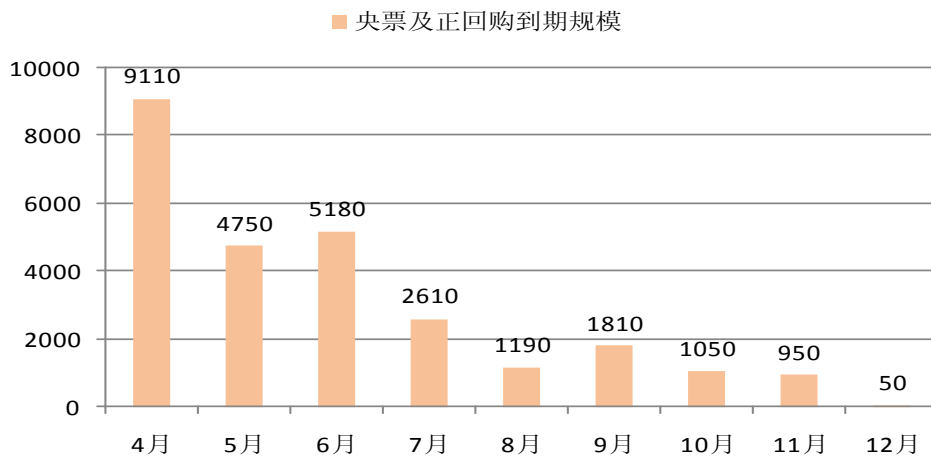
根据我们初步的估算，11 年资金增量的净值大约在 75000-80000 亿以上。

4.3 政策调控对流动性的影响趋弱

■ 11 年内央行公开市场操作资金净回笼影响有限

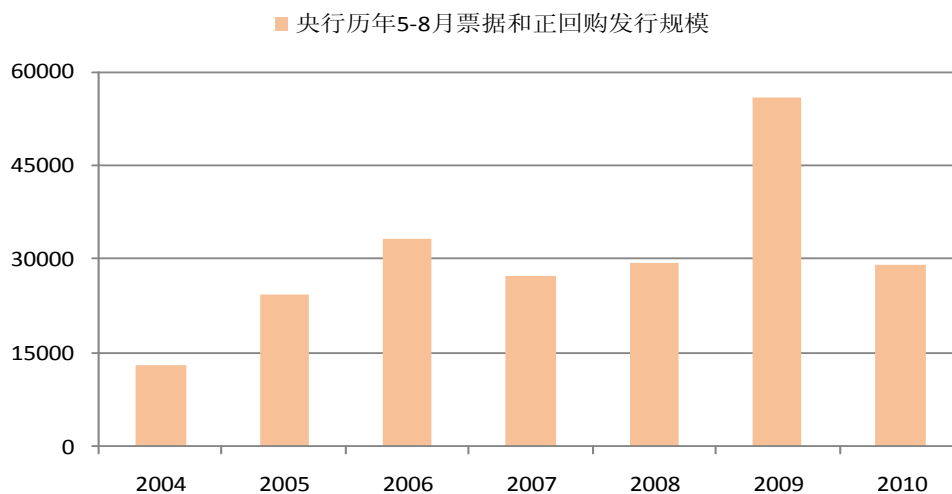
截止到 4 月 26 日，从 4 月至年底，央票和正回购到期规模大约为 26700 亿，但是请注意这只是一个时点的静止值，因为在未来的时间里，央行还有可能再新发行央票或正回购，随着这些新发行央票和正回购的到期，实际上就增加了在下半年央行对冲的压力。因此我们预计从 4 月至年底，央行实际央票和正回购到期规模将超过 26700 亿。

图表25 4月-12月，央行至少面临26700亿央票或正回购到期



资料来源: Bloomberg 平安证券研究所整理

图表26 历年5-8月央票和正回购发行规模



资料来源: Bloomberg 平安证券研究所整理

如图表 26 所示，回顾 04 年至今 5 月至 12 月央票公开市场操作的发行规模，除去比较特殊的 09 年，其平均值水平大约为 20000 亿，如果央行采取比较严厉的回收力度，在未来的 8 个月估计可以回收 30000 亿左右（如 06 年和 10 年所达到的规模），因此即使央行采取非常紧缩的态度，11 年央行公开市场操作措施对资金的净回笼的规模相当有限。

■ 上调存准率所冻结的资金大约可以对冲由外汇占款部分带来的增量

参考 00 年至今各年央行上调存款准备金率的次数，我们发现央行在 07 年上调最多，达到 11 次，以这个作为紧缩标准，我们假设在 11 年 5 月-12 月里，央行每个月里都上调 1 次存款准备金率 0.5 个百分点，如果按照约 80 万亿的存款余额来看，每次上调存准率大约可以冻结资金 4000 亿，总计约

为 32000 亿。粗略估算，在极端紧缩的假设下，上调存款准备金率所能冻结的资金大致和新增的外汇占款规模相当。

图表27 历年央行对冲流动性后的资金增加净效果

	外汇占款年度 增量	央行公开市场 操作对冲	央行上调存 款准备金对 冲	净效果
2000	-501.26	400	0	-101
2001	3565.29	-400	0	3165
2002	5366.91	-900	0	4467
2003	11623.58	-2708	-1014	7902
2004	17745.72	-5903	-1112	10731
2005	18618.48	-13380	0	5238
2006	27769.15	-7710	-4890	15169
2007	29397.05	-9028	-20293	76
2008	40053.79	-9094	-3407	27553
2009	24681.36	2130	0	26811
2010	32682.67	6825	-16567	22941
2011年1季度	11240	5623	-10958	5905

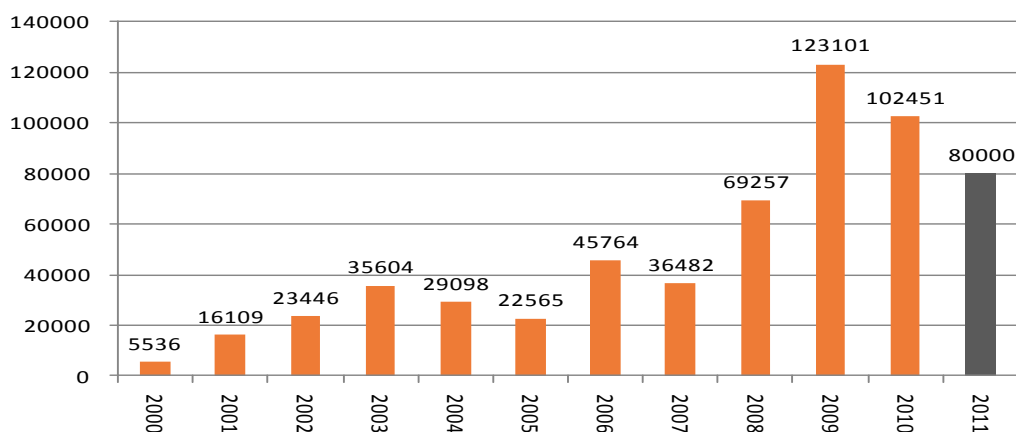
资料来源：Bloomberg Wind 平安证券研究所整理

综合来看，如果对海外政策动向和资金流向的判断能够兑现，那么即使未来央行出台更为紧缩的调控手段对冲流动性，并不会影响流动性总体好转的趋势，应该说政策对于流动性实质的影响是在趋弱的。

4.4 流动性充裕，对 A 股形成利好因素

根据估算，在极端收缩的情况下，11 年的新增流动性规模 75000-80000 亿左右（在极端紧缩况下的低值），从 2000 年至今的年度流动性增加净值数据来看，80000 亿左右的年度新增流动性也属于较大规模，市场流动性充裕，从而形成对 A 股的利好因素。见图表 28。

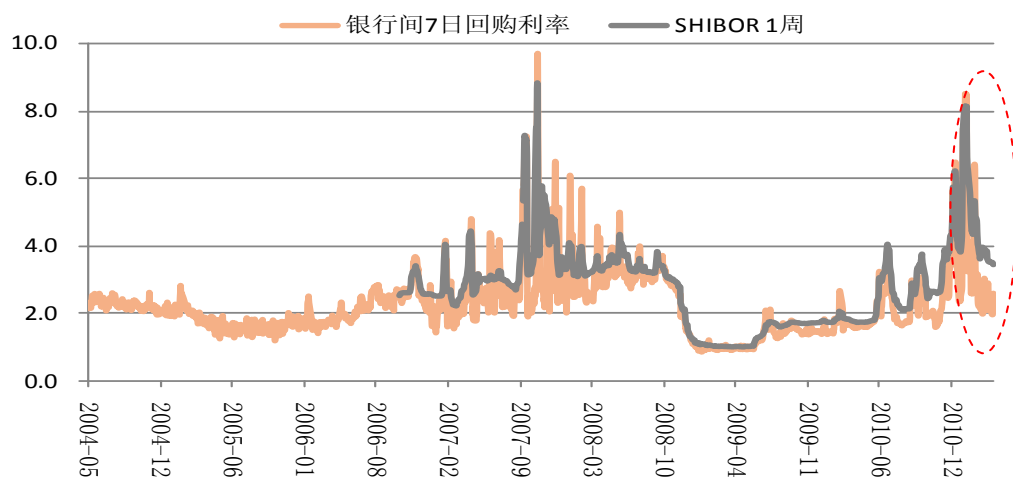
图表28 11年流动性的净增量80000亿，属于历史高位



资料来源：Bloomberg Wind 平安证券研究所整理

而观察流动性的另一个指标，SHIBOR 和银行间回购利率也传达出同样的信号，目前流动性情况较 10 年年末明显处于宽松状态。见图表 29。

图表29 SHIBOR和7日回购利率较10年年底时期有明显下降



资料来源: Bloomberg Wind 平安证券研究所整理

上述分析表明，即使政策继续紧缩，今年应不会存在总体流动性超预期紧张的情况，海外资金有可能的持续流入，至少在 3-6 个月内，有利 A 股市场。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257