

2010年宏观报告 与策略报告

研发部



回顾：主要内容

- 2009年世界宏观经济：从衰退走向复苏
- 2009年中国宏观经济（GDP构成和供需两个框架）：上半年宏观指标恶化，下半年出现转机；上半年反映基建的微观指标逐渐好转，投资是拉动中国经济步出调整的驱动力
- 2009年市场：前半段单边牛市；后半段震荡盘整

本期：2010年世界宏观经济

- ➡ 世界经济复苏不可逆，二次探底概率很低；
- ➡ 世界整体经济处在高增长低通胀状态，但贸易保护主义更盛，世界贸易不复苏很难推动世界经济强劲复苏
- ➡ 全球经济增长状况出现分化：美国持续复苏但进度会因政策退出而低于预期，欧洲和日本复苏更慢更弱，新兴市场国家保持强劲复苏势头。
- ➡ 美国复苏是大势所趋：失业率、次贷清算率和储蓄率见顶回落，GDP持续增长，通胀水平低于3%，房地产只能是逐步恢复，“买国货”刺激国内市场
- ➡ 美联储政策：刺激性财政和货币政策2010年必定退出

本期：2010年中国宏观经济

- 经济继续保持9%以上的增长速度 [9.5%, 11.5%] ; 政府会将全年通胀控制在3.5%以内 [2.8%, 4%]。注意：按照中央8%GDP和7.5万亿信贷目标，2010政策较2009紧
- 2009年政策方向是放松；2010年政策取向复杂。政府内部各派意见冲突非常激烈，地方对中央政府紧缩趋向的抵触情绪很大，决定了政府走一步看一步的策略，政策滞后性暴露无余。
- 一季度是政策敏感期！争取在紧政策出来之前抢放贷将使信贷增长很可能超预期，央行对局面控制力减弱
- 政策刺激目标又投资转向消费和民生，但不能据此就否定投资对GDP增长的贡献，地方投资冲动很难压抑

本期：主要内容

- ➡ **投资策略：** 经济处在增长黄金期；市场取决于倚重政策
- ➡ 如果政策是走一步看一步，我们的策略也是如此！
- ➡ 市场向上的动力来自宏观数据，而向下的原因来自政策的收紧
- ➡ 政策是很犹豫的，决定了市场波动是很频繁的
- ➡ 因为2010年上市公司业绩增长24%以上，大幅下跌可能性较小
- ➡ 因为2010年股票供给可能超过8000亿，债市供给超过12000亿，股市大幅上涨的可能性不大
- ➡ 站在目前时点上，我们判断市场方向是温和攀升；判断点位是危险的一件事，如果要给出区间，我们认为[2700, 4200]，按照eps和静态市盈率预测的上限是4200。持谨慎态度：中枢3500。
- ➡ 适中仓位；较宽投资仓位限制；灵活机动战术。策略的性质比较乐观。

确定与不确定：消费战略、周期战术

- 全年不能按照防御和进攻思路配置，均衡将是2010配置的主导思想
- 经济处在增长黄金期；市场取决于倚重政策
- 确定的事件：全球经济复苏趋势未变；中国刺激消费的政策强化、消费升级重新加速、政府强势推进低碳经济（高铁和新能源）和城镇化战略
- 不确定的事件：政策退出的时间、力度和方式？出口恢复的程度？通货膨胀的程度？流动性紧缩的程度？美元和大宗商品的走势？

行业配置：把钱投在确定性强的地方

- **行业配置1**——基本面和政策面都确定：景气回升和产能限制：超配钢铁、化工
- **行业配置2**——增长确定但受政策实施力度和持续程度不确定：汽车、家电、摩托、轮胎、工程机械、建筑施工、建材、医药
- **行业配置3**——行业持续复苏：阶段配置电子、银行、地产、零售和食品饮料（涨价）
- **行业配置4**——通胀预期压力：阶段配置农业、上游
- 盈利空间受外围经济和政策面影响大：低配纺织和造纸；阶段性（选时）配置煤炭（重组）、有色
- **板块配置**——低碳经济（高铁、核能）、城镇化、证券

低碳经济战略：高速铁路板块

- 我国铁路建设严重滞后，补课是必然的趋势。1978年中国铁路营业里程4.86万公里，2007年达到7.8万公里，29年增长60.5%。与此同时，29年间我国GDP却增长了4330%。铁路基建投资全国固定资产投资比例偏低，落后于高速公路、航空等其他交运设施。
- 铁路运输是低碳经济重点行业。铁路运输方式占地少、能耗较低、污染排放少。未来五年内美国将投入130亿美元用于铁路铁；中国2009-2012至少投资4.2万亿。
- 发展规划：将铁路营运里程在2020年达到12万公里；将全国铁路网的复线率和电气化率在2010年提高至45%，2020年提高至60%。完成八纵八横路网主骨架和高铁网路。
- 大规模铁路建设最高峰的时期：2009全国铁路基建6000亿元增长79%，铁路营业里程达到8.6万公里，跃居世界第二位。2010年铁路投资8235亿元；到2020年如果12万公里铁路全面建成总投资要5万亿。今年全国铁路计划新线铺轨3690公里，复线铺轨3150公里，新线投产4613公里，复线投产3438公里，电气化投产6401公里。
- 必须布局高铁板块：在国务院常务会议提出的十项扩大内需政策中，考虑到投资额度和对整个社会经济的影响，铁路基础设施建设将是重中之重。铁路投资速度和规模一定会超过原有计划。而铁路行业的扩建所带来的巨额融资需求，也将逐步带动铁路投融资体制的放松和改革。
- 标的：中国铁建、中国南(北)车、时代新材、远望谷、辉煌科技

城镇化战略：消费和基建板块

- 在城镇化建设方面，中国的步伐比美国落后了一百年（李德水）。
- 城镇化建设继续快速推进。至2008年底，中国城镇人口突破6亿，城镇化率达到45.7%。与2000年相比，城镇人口增加1.48亿，城镇化率提高9.46个百分点，年均提高3.78个百分点。
- 城镇化的模式发生巨大转变。数量扩张向品质提升加快转型，建设将更加注重能力和品质的提升——当前主要表现为农村劳动力向城市，特别是大城市转移集中。从20世纪80年代后期开始的以旧城改造为中心，以房地产开发为主要的大拆大建活动结束，城市功能的完善和提升成为当前城市发展的重点。大城市发展优势更加凸显，竞争能力明显增强。
- 中国将迎来新一轮城市化热潮。2009年及今后一段时期，为拉动内需而进行的大规模投资建设以及相继出台的产业振兴计划，都将带动中国新一轮城市化热潮。农民工返乡将为内地城市产业发展提供丰富的具有相对熟练生产技能的劳动力资源供给，进一步加强城市的发展，从而对中国城市发展提升品牌产生深远影响。转型和升级是改革开放30年我国城市发展的自然结果和必然趋势。
- 标的：城镇化标的相对广泛，我们目前推荐新兴铸管、苏宁电器。

证券板块受益股指期货和融资融券

- 新业务打开开展空间，提高券商的盈利能力和估值水平。

融资融券利息收入将成为第三大收入源。融资融券和股指期货业务均属于资本消耗型业务，前者直接为客户提供融资服务，后者在各套利和对冲产品的设计中，也需要充足的资本金，因此这将有效利用证券公司的闲置资金，提高权益乘数和盈利能力，进而大幅度提升证券公司的长期投资价值。我们预计在融资融券业务的发展成熟阶段，相关利息收入占营业收入的比重将达到15%至22%，成为多数券商的第三大收入来源。

- 新业务将革新券商自营业务模式

交易制度的创新突破资本市场与证券业的发展瓶颈，证券公司将获得信用创造、自主产品创新的功能，不仅能通过客户风险管理而盈利，也能设计、发售或操作各类股指期货相关的衍生品，降低系统性风险，甚至通过风险经营而获利。

- 新业务对市场影响是结构性的

第一，不改变市场长期趋势；第二，市场短期发生显著变化；第三，短期市场变化特征是：资金充沛大市值券商受益、短期权重股上涨将持续1个月后有回落

标的：海通证券、中信证券

1月份具体配置

■ 一、行业配置

■ 超配钢铁、化工、证券、家电

■ 低配纺织、造纸、医药

■ 其它行业标配

■ 二、主题配置

■ 高速铁路板块：中国南车、时代新材、远望谷

■ 城镇化板块：新兴铸管、苏宁电器

■ 金融创新板块：海通证券、中信证券

具体配置

天相行业	沪深300标准配置	模拟组合配置	差值
化工	2.7%	9.0%	6.3%
钢铁	5.2%	8.0%	2.8%
银行	18.6%	8.0%	-10.6%
证券	4.9%	7.0%	2.1%
商业	2.2%	6.0%	3.8%
有色	6.3%	6.0%	-0.3%
煤炭	6.8%	6.0%	-0.8%
家电	2.3%	5.0%	2.7%
房地产开发	7.1%	5.0%	-2.1%
农林牧副渔	0.5%	4.0%	3.5%
电气设备	1.9%	4.0%	2.1%
食品	4.7%	4.0%	-0.7%
机械	3.8%	3.5%	-0.3%
元器件	0.3%	3.0%	2.7%
建材	1.3%	3.0%	1.7%
航运业	1.9%	3.0%	1.1%
保险	4.7%	3.0%	-1.7%
民航业	1.0%	2.0%	1.0%
供水供气	0.3%	2.0%	1.7%
铁路运输	1.0%	2.0%	1.0%
计算机硬件	0.5%	1.5%	1.0%
汽车及配件	3.2%	1.5%	-1.7%
贸易	0.7%	1.0%	0.3%
化学药	1.1%	0.8%	-0.4%
中药	1.5%	0.8%	-0.8%
城市交通与仓储	0.2%	0.5%	0.3%
通信	2.0%	0.5%	-1.5%

- **超配：**化工、商业、农林牧副渔、钢铁、家电、元器件、电气设备、证券、供水供气、建材、航运业、铁运、计算机硬件、民航业、城市交通与仓储、贸易（超配部分占50%权重）
- **低配：**信托、生物制品、有色、机械、化学药、造纸包装、化学原料药、公路、纺织服装、软件及服务、综合、食品、中药、煤炭、石油、石化、传媒、园区土地开发、通信、保险、汽车及配件、建筑业、房地产开发、电力、银行
- **主题投资：**权重占11.42%。包括：高速铁路（中国南车、辉煌科技）；城镇化（新兴铸管）；消费升级（格力电器、东安动力）

“白龙马”的价值投资理念

- “白龙马”是指从竞争实力讲是行业龙头，从信息披露充分度讲是白马股。
- 白马股一般是指其有关的信息已经公开的股票，由于业绩较为明朗，很少存在埋地雷的风险，内幕交易、黑箱操作的可能性大大降低，同时又兼有业绩优良、高成长、低风险的特点，因而具备较高的投资价值。
- 行业龙头是行业领导者，通过市场占有率、企业规模、资源掌控能力、盈利能力、研发能力、品牌价值、技术创新水平谋求超行业水平的盈利能力。包括市场地位领导者、行业技术领导者和市场资源能力的最强者。特征：大规模制造，大规模分销；分销渠道的广度与深度最大化；资源垄断；制订行业标准；历史悠久；独一无二的商业模式；与中国政府关系密切，赢得更多政府资源。
- 投资“白龙马”讲求的是自上而下的资产配置；而投资“黑马”讲求的是自下而上地深挖成长性公司。二者不可偏废，但基金规模越大，就越强调“白龙马”的投资理念。

对2010年全球和中国宏观经济的预判

2010世界经济将全面复苏，但复苏的步伐将随刺激政策逐步退出而放缓。2010年较高增长、较低通胀和较高失业率将是世界经济的主要特征，一轮复苏周期的轮廓已逐渐明晰。金融行业的恢复和新能源产业及低碳经济的崛起是本轮经济迈向的驱动因素。中国和其他发展中国家有望在全球经济的新一轮变革性调整中，扮演越来越重要的角色。

我们确信：在可预见的范围内，世界经济不可能再次出现重大危机，未来2—3年世界经济将在政策逐步退出的背景下自我调整恢复至正常增长状态。

通胀压力

低增长
高通胀

高增长
高通胀

低增长
低通胀

高增长
低通胀

经济增
长缺口



盈利空间

低风险
高收益

高风险
高收益

低风险
低收益

高风险
低收益

风险压力



行业规模增速

成长型

周期型

防御型

夕阳型

顺周期程度



盈利

需求

宏观

行业

流动性

便宜

基本
因素

企业利润率

股
票
市
场

股市收益率

估
值
因
素

世界

政策

IPO

再融资和
分红

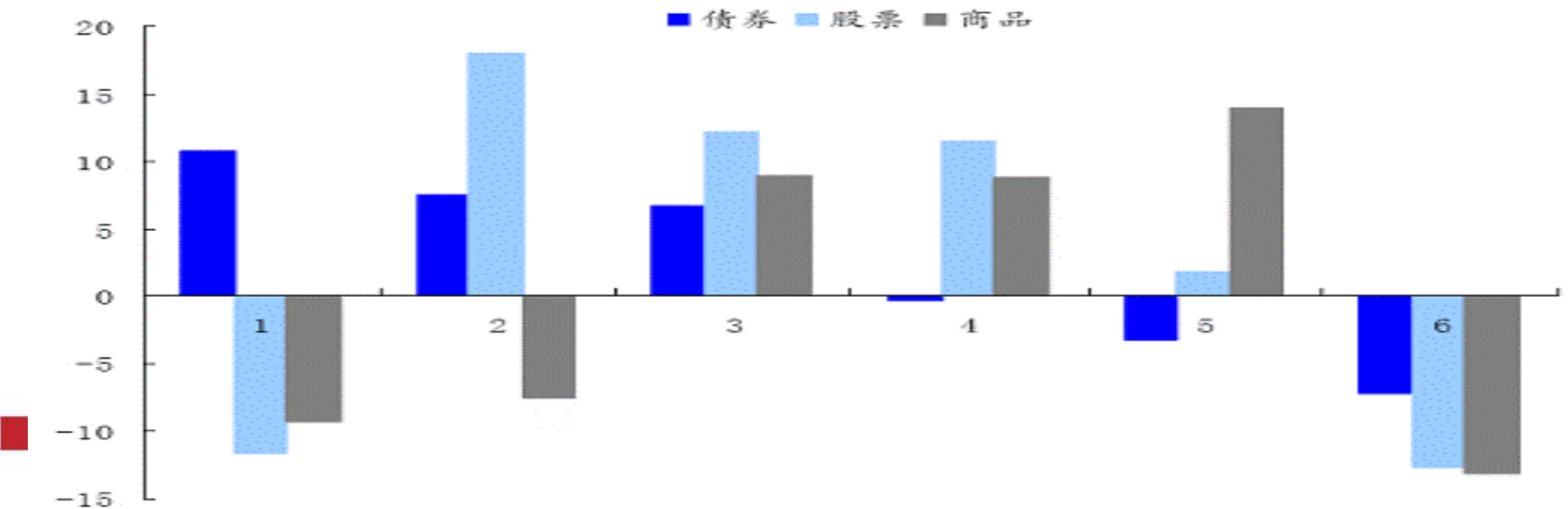
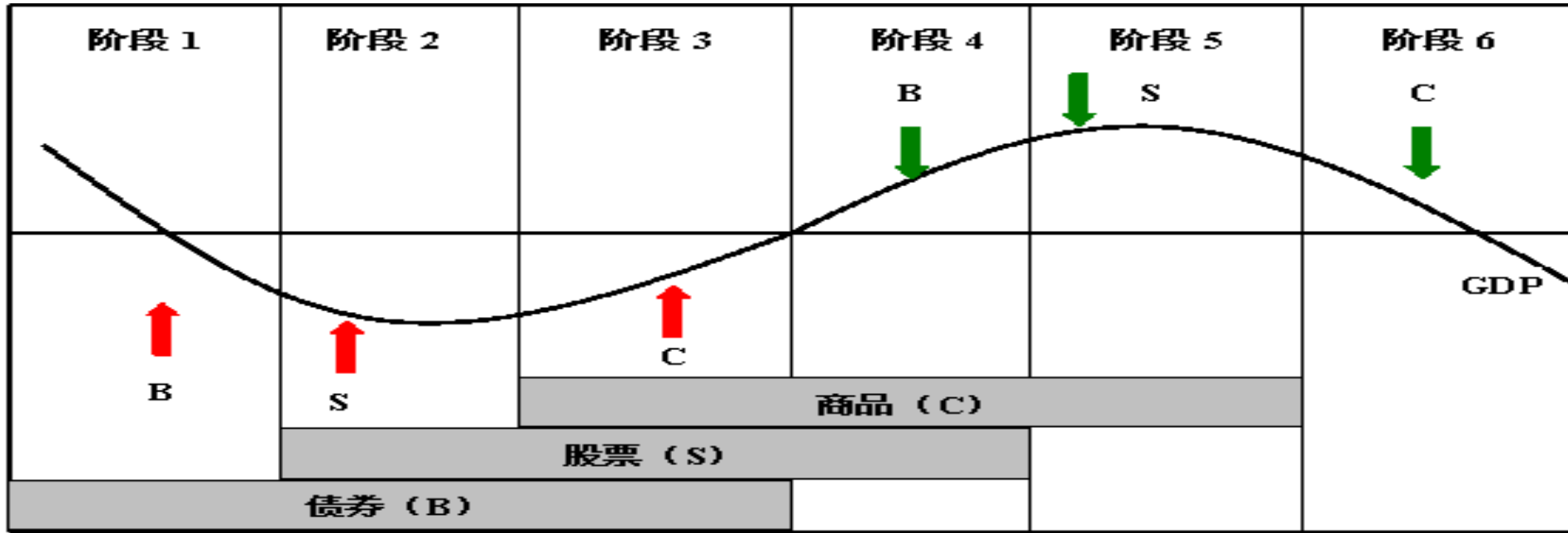
解禁

外因

供给



Martin Pring“经济周期六阶段”模型



一、2010年世界宏观经济

世界经济总体判断：策刺激力度降低，经济复苏力度减缓

2010年，世界经济仍然走在复苏的路上；即使复苏之路不会一帆风顺，但向上的趋势基本形成。由于政策实质性退出，经济复苏强度弱于市场预期。

- ✚ **美国经济开始复苏：**失业率和次贷违约率即将高位回落、出口和赤字得到缓和、家庭储蓄率仅缓慢增加；美国经济在财政刺激和商业周期正常化的过程中，2010年可能达到3%左右的长期增长水平，有可能向上超预期。
- ✚ **金融体系开始活力增强：**银行要求提前偿还紧急贷款、资本金逐步提高、CDOs下降、次贷市场恢复元气、贷款开始增加
- ✚ 联储货币政策，**加息的时点是2010年6月份以后**。目前美国私人部门杠杆化率正处在从高位回落的过程，融资成本和融资条件越来越有利于企业，未来企业的净利润增长速度将会提高，由此判断**美国经济二次探底概率大为降低**。
- ✚ 欧洲经济也出现复苏端倪；全球性贸易保护是阻碍经济复苏的障碍。
- ✚ 本轮经济复苏实质上是政府向市场注射“强心针”引发快速反弹的结果，但大量货币和廉价的资金为“泡沫崩溃”埋下隐患，政府从市场“退出”只是时间问题，**未来经济复苏的力度可能会随着刺激政策全球性“退出”而减弱**。

一、全球经济：分化、纠结和重构

世界经济总体判断：重构危机后新格局的元年

- 2009年经济回升的表象背后，金融危机改变的将不只是全球经济的格局，还有政府、市场参与者的思维模式
- 2010年，地区间经济复苏进程分化，将重构形成危机后的世界经济新格局
 - 美国经济尽管仍然经受着近千万人口失业的煎熬，但GDP增长率将达到2.6%，2010年6月份以后进入加息敏感时期；
 - 欧洲大陆内部经济复苏进程分化，希腊、意大利、西班牙的状况堪忧，总体落后美国增长；
 - 与此相反，在中国等新兴经济体，政府甚至需要防范通胀上行和经济过热的风险
- 因此，2010年注定是不稳定的一年，各种经济指标会不断反复，甚至显示相反的结论，各国政策的制定也在经济指标的反复中煎熬，市场参与者的情绪在好坏参杂中纠结，市场对某些经济现象的反应也将更难判断
- 这要求我们的投资，在认定战略方向的同时，在中短期策略和战术上，如何灵活应对提出了更高的要求

一、 贸易保护阻碍世界贸易正常化

世界经济格局不明的前提下，选择贸易保护刺激本国生产、就业和投资，是一种短暂、饮鸩止渴和与邻为壑的结果，是处于自私的囚徒困境。

美国奉行
自由贸易

美国实施
贸易保护

中国奉行
自由贸易

3,3

-1,4

中国实施
贸易保护

4,-1

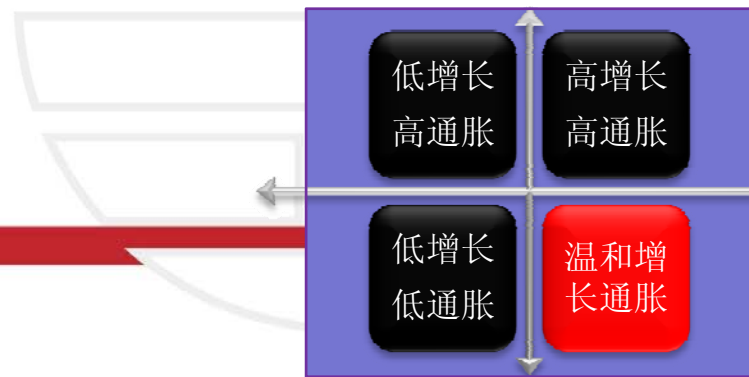
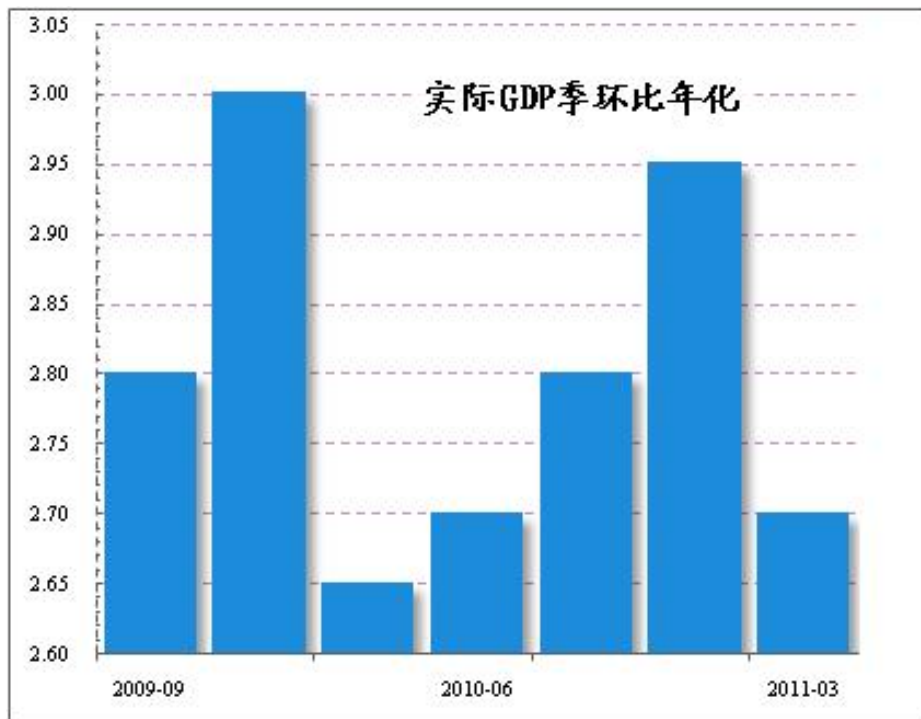
0,0

世界

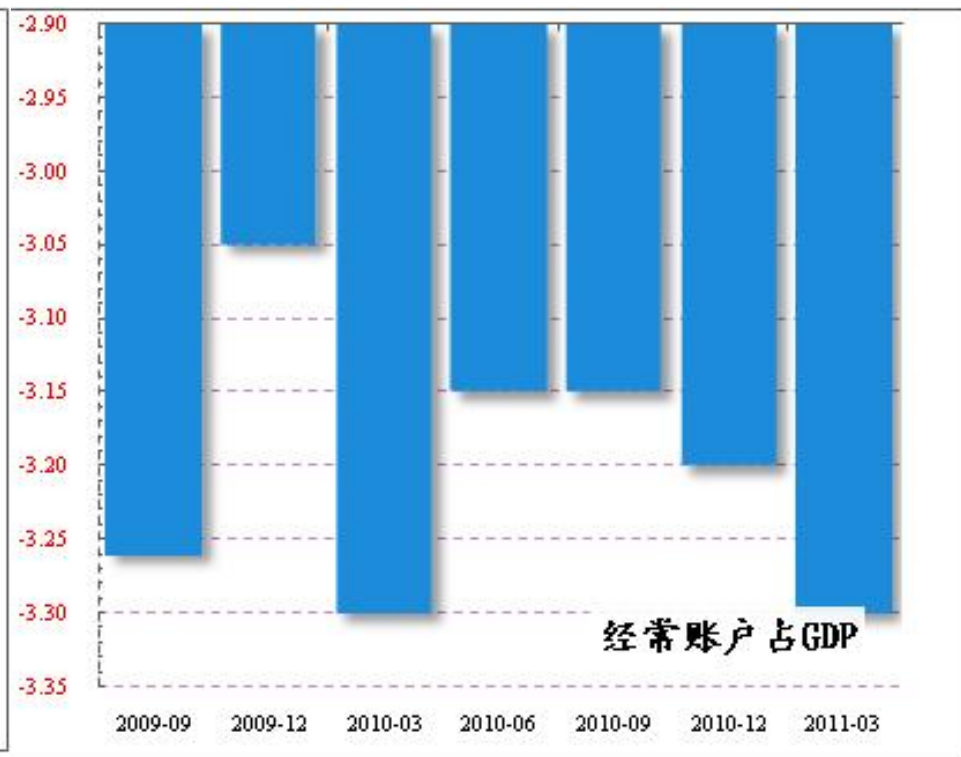
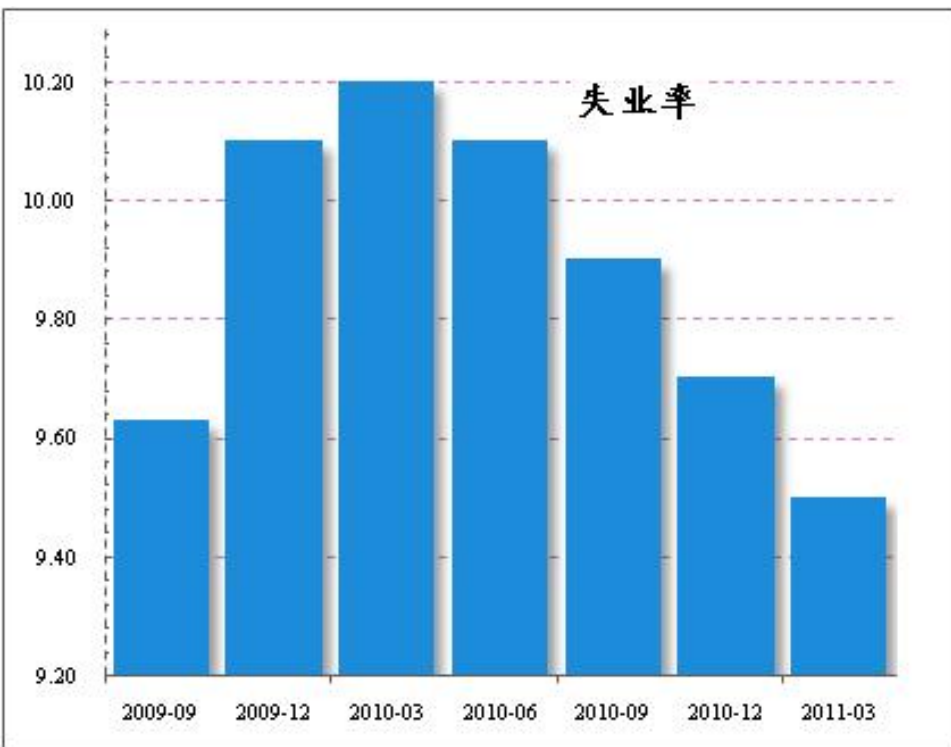
政策

外因

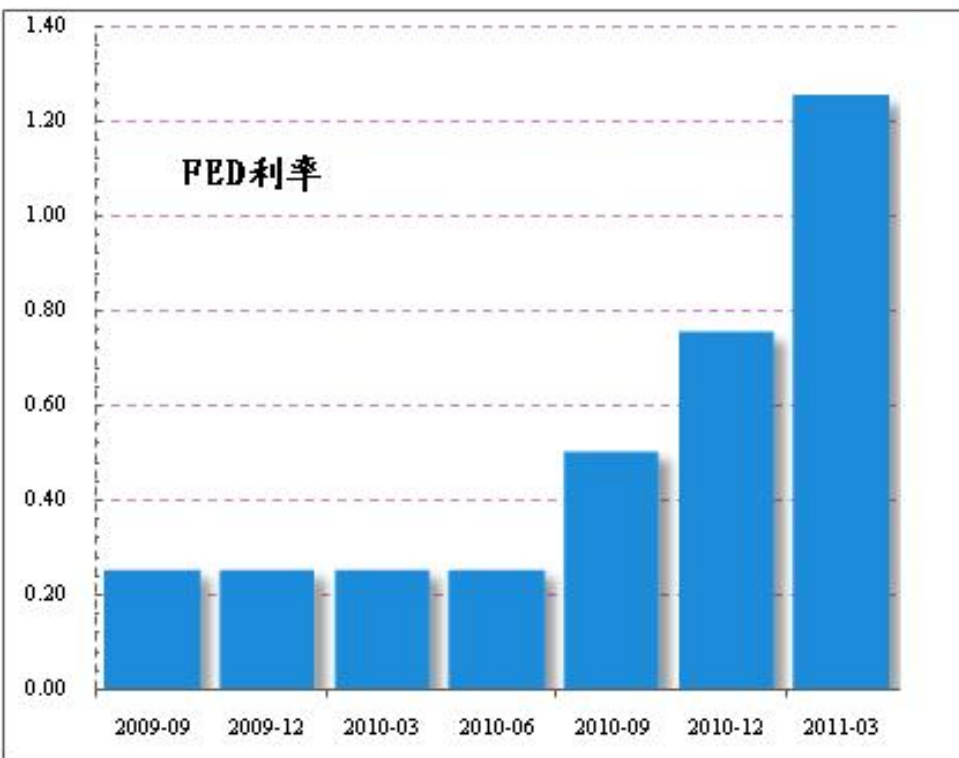
一、2010年美国温和增长通胀



一、2010年美国温和增长通胀



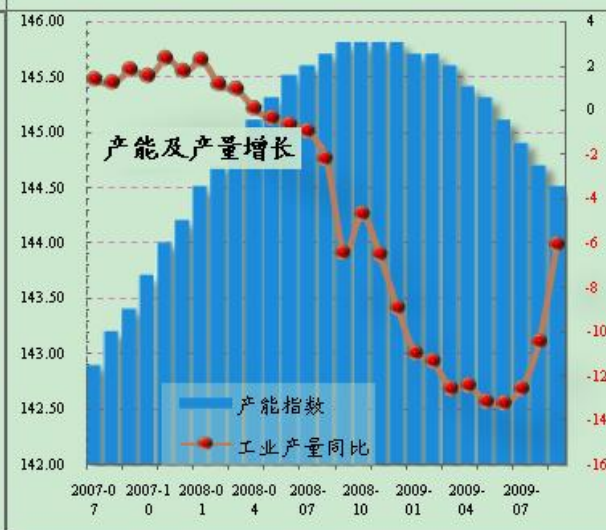
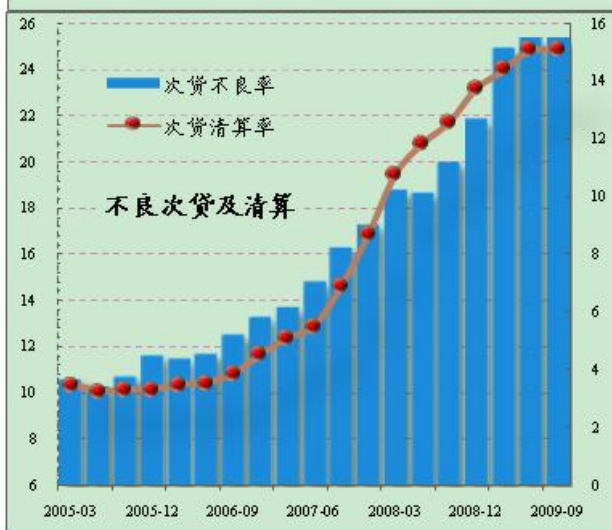
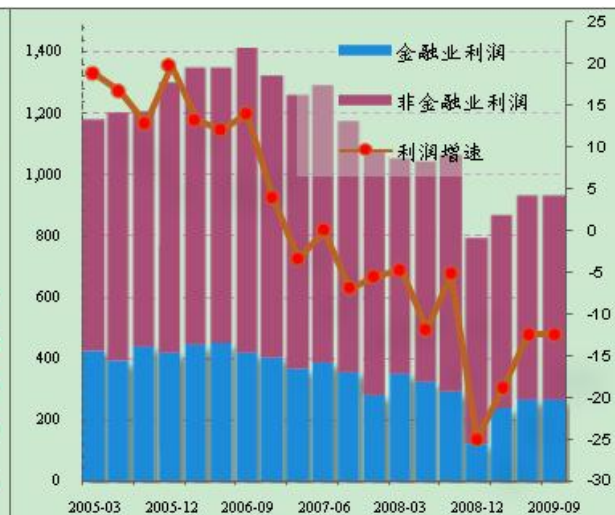
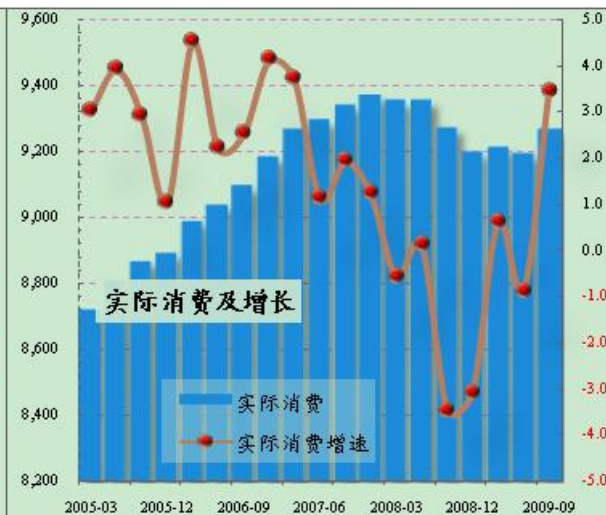
一、 2010年美国 经济流动性逐渐收缩

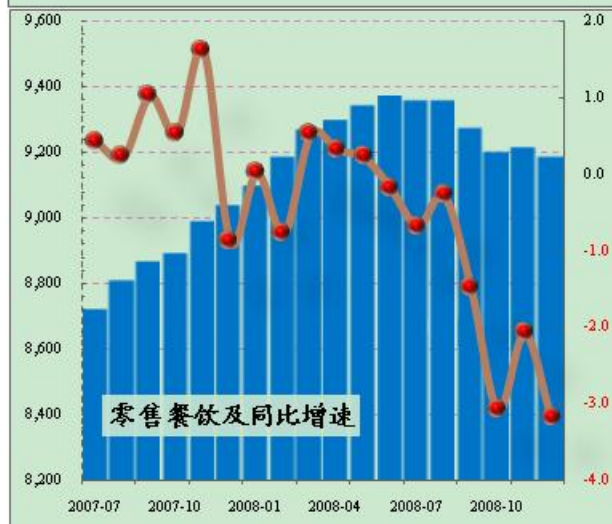
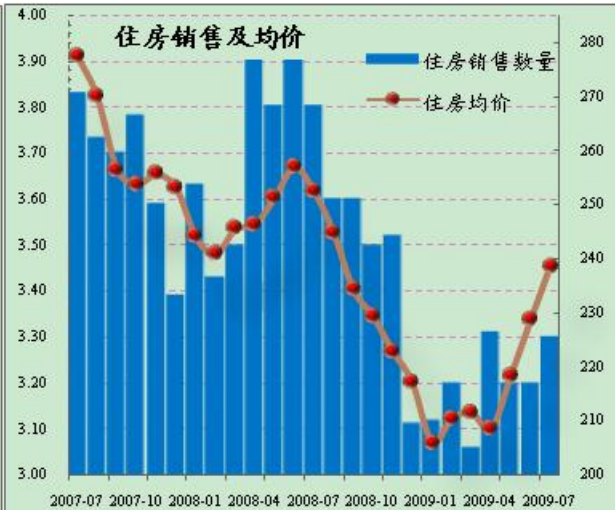
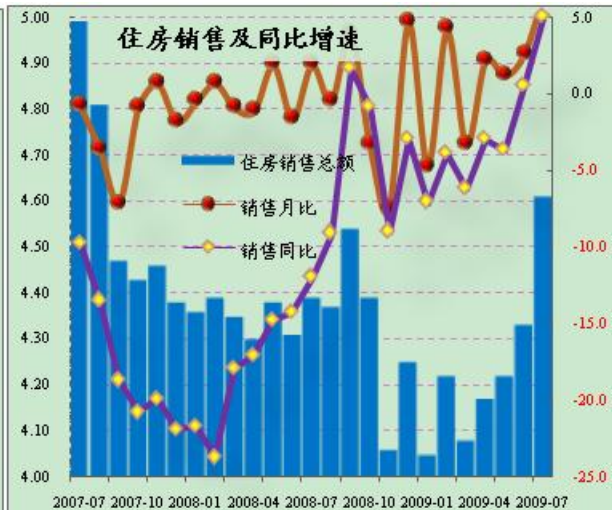


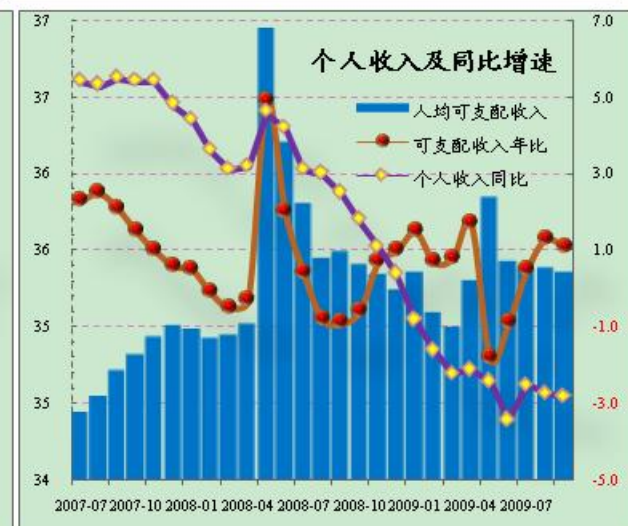
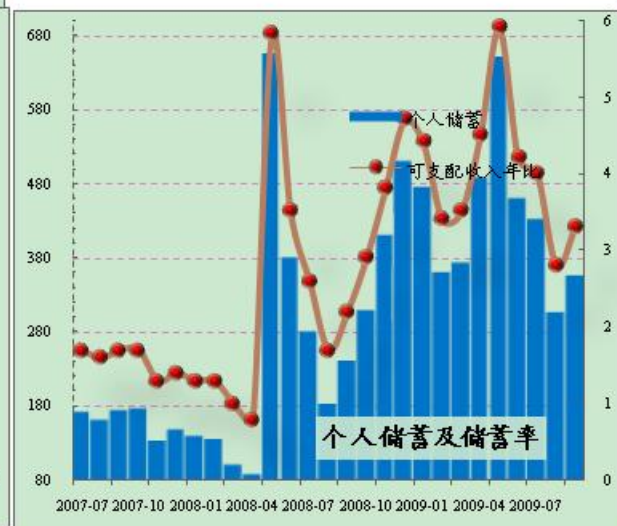
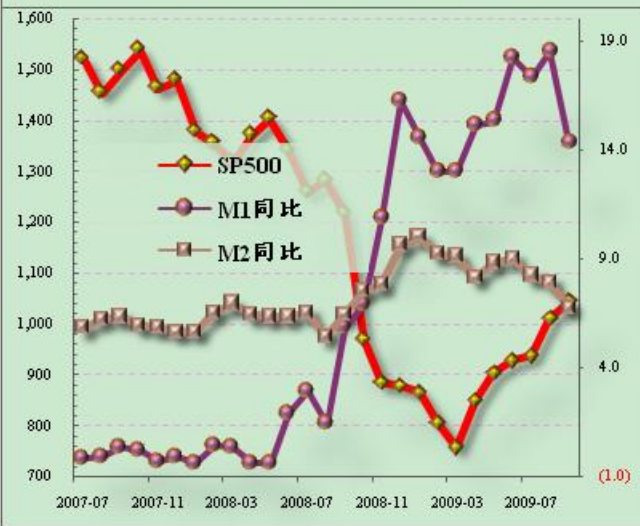
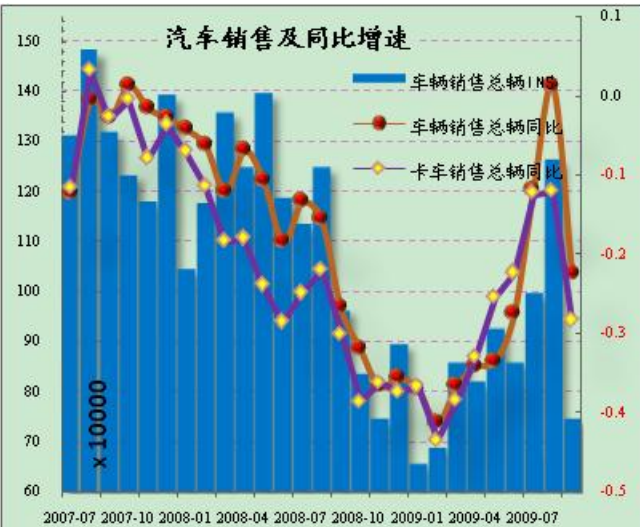
需求

流动性

便宜







一、各经济体复苏进程明显分化

- 世界经济在2010年稳定复苏。但复苏进程的差异不仅限于发达国家和发展中国家之间，发达国家之间的差异也将非常显著。

各地区GDP增长预测（彭博中值）

国家和地区	2006	2007	2008	2009	2010 预测	2011 预测
美国	2.7	2.1	0.4	-2.5	2.6	2.85
欧元区	3.0	2.8	0.7	-3.8	1.1	-
日本	2.03	2.35	-0.7	-5.4	1.4	1
英国	2.8	3	0.7	-4.4	1.1	1.9
澳大利亚	2.9	4.1	2.4	0.8	3.0	3.7
德国	3.2	2.5	1.3	-4.8	1.6	-
中国	11.6	13	9	8.5	9.4	8.7
巴西	4.0	5.7	5.1	0.15	4.75	4.2
俄罗斯	7.7	8.1	5.6	-7.7	3.0	4.5

一、全球各经济体复苏进程明显分化

欧元区内部差异明显，整体落后美国

- 欧元区复苏进程整体落后美国2个季度左右，在2010年第一季度GDP环比转正
- 高失业、非常有限的通胀，这决定了以通胀为主要指标的ECB加息决策要晚于美国
- 欧元区整体落后的原因，主要在于：
 - 没有统一的政府进行强大的财政政策刺激
 - 国家间差距很大
 - 欧洲银行业，特别是英国银行的状况仍然不乐观，落后于美国银行（美国银行减值更充分，并且已经开始归还金融危机期间的救助），这将影响金融和实体经济传导链条的正常化）

欧元区2010年各季度经济情况预测（彭博中值）

指标	实际 / 预测									
	Q4 08	Q1 09	Q2 09	Q3 09	Q4 09	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10	Q1 11
经济活动										
1) 实际 GDP (同比%)	-1.80	-5.00	-4.80	-4.10	-1.90	0.80	1.25	1.05	1.25	--
2) CPI (同比%)	2.30	0.97	0.17	-0.40	0.60	1.15	1.25	1.60	1.50	--
3) 失业率 (%)	8.03	8.77	9.30	9.63	10.00	10.25	10.55	10.70	10.80	--
国际收支平衡										
4) 经常账户 (占 GDP %)	-1.00	--	--	--	--	--	--	--	--	--
财政收支平衡										
5) 预算 (占 GDP %)	-3.00	-6.10	-5.10	--	--	--	--	--	--	--
利率										
6) 央行利率 (%)	2.50	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.50	1.25

一、全球各经济体复苏进程明显分化

日本经济复苏乏力，久病缺良方

- 日本经济在2009年仍收缩5.4%，在发达经济体中最差
- 日本经济由于其本身结构性、社会性问题，内需无力，出口被动，财政刺激也限于高负债率而力度有限
- 通缩风险

日本2010年经济情况预测（彭博中值）

指标	实际 / 预测									
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
经济活动										
1) 实际 GDP (同比%)	0.28	1.40	2.78	1.93	2.03	2.35	-1.13	-5.40	1.35	1.30
2) CPI (同比%)	-0.91	-0.25	-0.01	-0.28	0.25	0.06	1.38	-1.30	-1.20	-0.35
3) 失业率 (%)	5.36	5.24	4.73	4.43	4.12	3.86	3.98	5.10	5.60	5.10
国际收支平衡										
4) 经常账户 (占 GDP %)	2.88	3.21	3.74	3.64	3.91	4.81	3.23	2.75	3.40	3.40
财政收支平衡										
5) 预算 (占 GDP %)	-7.90	-8.00	-6.60	-7.00	-1.70	-2.40	-2.30	--	--	--
利率										
6) 央行利率 (%)	--	--	--	--	0.25	0.50	0.10	0.10	0.10	--

一、各经济体复苏进程明显分化

发展中国家，资源型国家强劲复苏

- 中国、印度、俄罗斯、巴西、亚洲除日本，强劲复苏；澳大利亚受益于资源需求也增长显著
- 在这些国家，更是政策敏感期。政策制定者面临非常大的考验，需要把握退出的时机和度。总的来看，政策退出存在“过晚”和“过度宽松”的风险，甚至有可能形成经济过热的局面
- 由于和发达国家的复苏差异，随着美国的明确复苏，这些发展中国家受国际资本流动冲击的风险加剧

指标	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
巴西										
经济活动										
1) 实际 GDP (同比%)	2.64	1.17	5.71	3.16	3.98	6.07	5.17	0.15	4.75	4.20
2) CPI (同比%)	8.43	14.78	6.60	6.89	4.20	3.64	5.67	4.30	4.40	4.40
3) 失业率 (%)	11.68	12.33	11.48	9.83	9.98	9.29	7.89	8.10	7.80	7.40
俄罗斯										
指标	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
经济活动										
1) 实际 GDP (同比%)	4.70	7.30	7.20	6.40	7.70	8.10	5.60	-7.70	3.00	4.50
2) CPI (同比%)	15.84	13.68	10.89	12.71	9.69	9.00	14.09	11.00	9.00	8.85
3) 失业率 (%)	8.00	8.31	7.74	7.67	7.25	6.22	6.36	9.10	8.65	8.00
澳大利亚										
指标	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
经济活动										
1) 实际 GDP (同比%)	4.25	2.95	3.85	2.75	2.85	4.05	2.38	0.80	3.02	3.65
2) CPI (同比%)	2.98	2.78	2.35	2.68	3.55	2.35	4.35	1.73	2.30	2.70
3) 失业率 (%)	6.37	5.94	5.39	5.06	4.78	4.36	4.24	5.86	6.42	5.55

一、全球经济的重构

- 旧模式：美国消费，新兴市场国家出口
- 新发展：

- 发展国家的消费快速增长

弱势美元提振出口，经济危机和去杠杆化导致的美国居民消费力下降，美国进口相对出口下降更多，美国贸易赤字改善的速度加快（下图）。与此同时，新兴市场国家的在全球中的需求却在上升，目前年新兴市场国家占全球消费的比例（32%）已经超越美国（27%）。

- 出口对美国重要性增加，美国顺差扩大

从美国国内的角度看，美国消费大幅攀升的可能性很小，房地产市场复苏乏力，财政刺激受制于联邦和州政府的财政压力需要退出，出口有可能是一个可以依靠的驱动力。从这个意思上说，弱势美元符合美国的利益。然而，美国出口能够持续改善，从而能支撑美元的大趋势升值单边的可能性，在发展中国家呈现强劲内需增长钱，可能性不大。所以，这需要寻求一个新的平衡点，或者说需要一个寻找平衡的过程

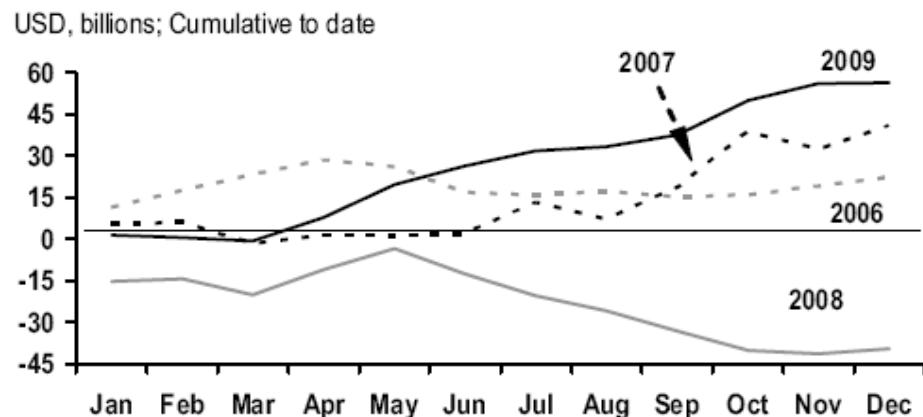
- 在寻找新平衡的过程中，将伴随更多的贸易摩擦和美元走势的更大波动性



一、全球资本流动对金融市场的扰动加剧

- 由于全球经济复苏进程的分化，导致全球资本流动呈现短期化、多变化特征，跨境资本对短期经济数据反应快进快出，加剧了对金融市场扰动。由于对利率决定的预期和各国复苏进程上的差异，以及全球贸易格局的不明确、利差交易在不同货币之间的投机，导致主要货币在2010年的高波动性将继续持续
- 全球资金流动对金融市场的扰动加剧，经济增长领先的国家承受较大资本流入压力。那么，资本是否会从新兴市场大量回流美国？
- 资本流动的两个圈：发达经济体内部，发达经济体和新型市场之间

可以预见，由于美国在发达经济体中领先复苏，美国会在上半年承接较多的发达经济体间的资本流入，与此同时，新兴市场国家的吸引力不会减弱。这是一个发达经济体间的相对风险和收益的再平衡，和投资者风险偏好分布不同导致的全球资产配置重配。随着美国经济的企稳，风险偏好情绪的整体攀升，可能引起更多追求高风险高收益的资金流入新兴市场。



新兴市场股票资金流入，来源：J. P. Morgan

一、风险因素

- 全球各地区呈现不同的增长前景，但总体看全球经济复苏的进程无法阻挡。尽管可能新的问题正在积聚，老得问题尚未解决清楚，但正常的经济周期一旦启动就不会轻易停止。除非出现新的大规模的预期外风险释放
- 政策风险和事件性风险是主要风险因素：
 - 政策持续宽松导致部分国家通胀上升的风险
 - 政策发觉过分宽松后又过分从紧引发的市场预期混乱
 - 欧洲、日本经济复苏乏力
 - 部分复苏落后国家的坏消息造成的短期事件性冲击
 - 资产价格(房地产/大宗商品/股市)过快上升，在宽松货币下形成新的泡沫

一、关于美元走势（分析见下页）

- 支撑美元上涨的主要因素
 - 欧洲相对美国经济增长显著落后
 - 欧洲利率决定的落后，预期幅度的落后
 - 美国贸易状况的持续改善
- 压制美元上涨的主要因素
 - 美国的超额财政赤字
 - 美元升值对美国出口的压制作用
 - 央行储备资产的多元化

一、欧元区利率决定的落后，预期幅度的落后

- 欧元和美元的利差和欧元汇率有非常高的相关性（下图为欧元和美元的基准利率利差和美元指数）。
- 在大概率情况的假设下，欧元区由于经济复苏的落后，开始考虑利率手段的时间点应该落后美国。由于欧元区的相对温和通胀，幅度比较小，速度也会比较慢



一、美国贸易状况的持续改善

- 自2006年下半年开始，美国经常项目赤字出现明显改善。金融危机并未阻止这样的势头，反而速度有所加快。贸易赤字占GDP比重已从最高时的6.5%回升到3.3%
- 这主要由于2005年底开始的美元加剧贬值
- 金融危机后，2009年一季度，由于美国进口的疲软，美国贸易赤字迅速减少，2009年2月贸易赤字仅为297亿美元，而此前的2008年7月份高达889亿美元。
- 由于中国的强劲复苏，美国向中国出口的比例占美国全部出口额比例快速上升
- 考虑美国国内消费的疲软，同时，中国等发展中国家的强劲复苏，美国贸易状况可能会持续改善，但考虑美元目前的汇率比2007年下半年已经明显回升，处于2006年下半年的水平，改善的速度面临回落，美元亦有可能在比目前略高的水平维持区间震荡



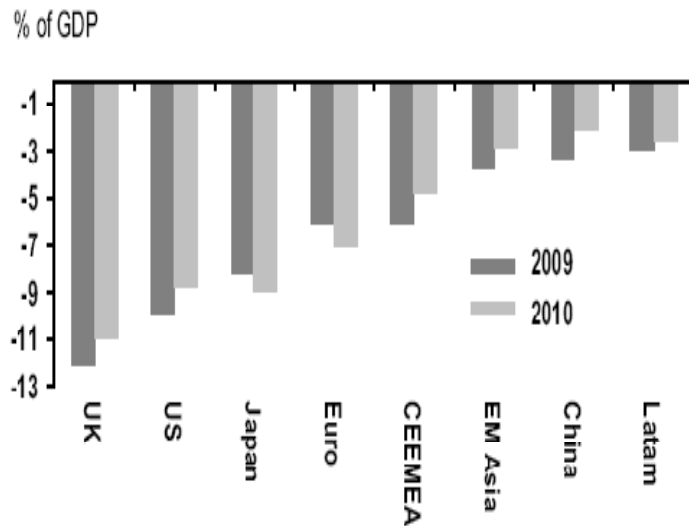
左图: 美元
汇率和美国
经常项目占
GDP比例

一、超额赤字和借债考验对美元信心

- 美国政府为了刺激经济付出了沉重的代价。目前赤字占GDP比例达9.9%，处于20年历史高位
- 在2009年9月结束的2009年财年，美国财政赤字为1.4万亿美元，预计2010年度财政赤字为1.5万亿美元，仍然持续高位。美国目前的负债为12万亿美元，其中约百分之35%为各国政府持有。
- 从大趋势看，美元汇率和美国财政赤字状况相关性很强（下图左）。根据国际货币基金组织的数据，各国政府似乎正在分散原来过分集中的美元资产储备，三季度美元资产比重从二季度的65%下降到62.8%，欧元从25.9%增加到27.5%，日元从2.9%上升到3.1%，英镑从4%上升到4.3%

美国财政赤字处于高位不利美元

各地区财政赤字占GDP比例



Copyright 2009 Bloomberg Finance L.P.

23-Dec-2009 13:27:11

一、关于美元汇率的总结

- 综合以上分析，美元（美元兑欧元等西方货币）可能在2010年温和走强，超过2005年年底的水平可能性不大。路径上以区间震荡为主。
- 在欧洲经济开始显现更快复苏势头以前，和2010年上半年美联储加息预期（提前加息预期）持续升高但尚未明确以前，美元都有较强的反弹动力。
- 当美国的货币政策开始正常化，并且其他主要国家开始跟进后，美元的走势将会变得缺乏趋势性。此时更多的要看当时的贸易和财政状况。

一、美元汇率与中国A股关系

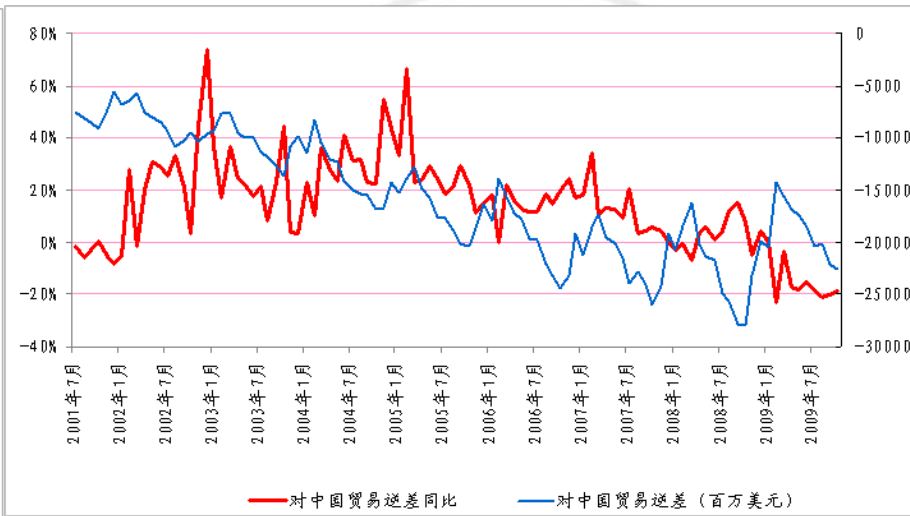
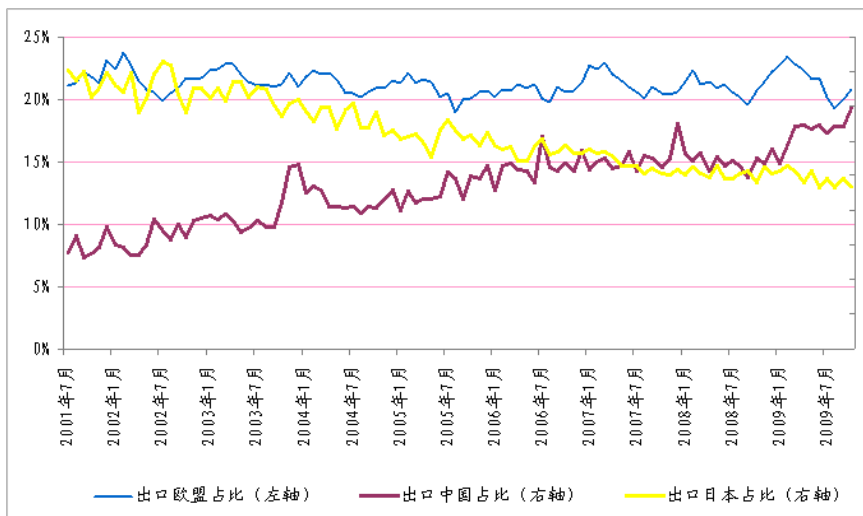
- 如果美元疲软，中国出口复苏进程将受阻滞；整个A股市场的业绩层面扩张性显著低于预期
- 如果美元疲软，为了维持稳定的人民币汇率，央行将丧失货币政策的主导权；加息防通胀几乎不可能，通胀治理手段被迫重回发改委行政控制，整个市场的价格被外生力量扭曲，价格不再是资源配置的指示灯。
- 如果美元疲软，热钱流入是大概率事件，这将吹起资产价格泡沫

一、关于人民币汇率

- 基于对美元走势的以上判断，人民币兑美元在2010年不会出现趋势性的较快速度升值，原地不动概率很大。原因在于：
 - 在人民币汇率依然盯住美元的前提下，人民币即使不动，但由于美元升值，人民币对其他币种已经是升值
 - 中美贸易状况，至少从目前的数据看，处于2000年以来相对最为“平衡”的局面（见下页）。这将使来自美国的人民币升值压力找不到施压的理由
- 然而，人民币兑美元维持稳定，不等于热钱和国际资本的流入会停止
 - 货币升值预期是资本流入的一方面，但资产本身的稳定性和潜在收益更是国际资本流入的主要考量。中国的经济增长稳定，增速明显快于发达国家，机会更多，股票和房地产市场相对发达国家呈现高风险/高收益特征。这些都将成为吸引国际资本流入的理由

一、美国对中国贸易状况改善缓解人民币升值压力

- 2009年以来，得益于中国的强劲复苏，美国对中国出口占美国出口比例快速上升，欧盟保持平稳，日本快速下降
- 美国对中国的贸易逆差在2006年后，停止了快速上升势头，特别是金融危机以来，减少迅速
- 得益于中国国内调结构和扩大内需政策，中国的进口可能会保持较快速度增长



二、2010年不愠不火的中国经济：高增长温和通胀

2010年中国经济恢复相对较快且具有持续性，保持[9.5%,11.5%]的增速。

实体经济方面：出口出现阶段性好转，消费增速相对稳定；物价企稳回升；我们认为，物价指标在11月份后环比将上升，全球充沛流动性下通胀预期将来临。固定资产投资将保持高位稳定增长，各项微观指标显示工业增加值增速不再快速下滑且呈企稳之势。

虚拟经济方面：货币和信贷存量非常大；但新增货币和信贷的扩张速度已经触及天花板。

二、中国经济不会滞涨

2010年中国经济不会发生滞涨，而将保持高增长低通胀的发展态势。世界经济随着美国经济而复苏，中国出口将在2010迎来恢复性增长，并通过乘数效应拉动GDP增长；家庭收入开始出现恢复性增加，出口对就业的积极效应开始显现，医疗和社保改革初现成效，消费将出现16%以上的增长；尽管财政和货币政策开始回收，但考虑到经济复苏的基础依然脆弱，宽松的局面不会有根本性的改变，4万亿投资剩下的2万亿左右的固定资产投资计划还将按计划展开，房地产投资开始恢复，预计固定资产投资增长率会维持在22%以上的水平；前期投资仍需要后续资金支持，2010年M2和信贷的增长率不会低于20%，利率政策将与美国保持协调；由此可见，2010年相对宽松的财政和货币政策环境有利于投资的增长。

二、为什么不会“滞”？

2010年中国经济增长的驱动力量来自消费和出口，而投资对经济的拉动作用将显著弱于2009年；

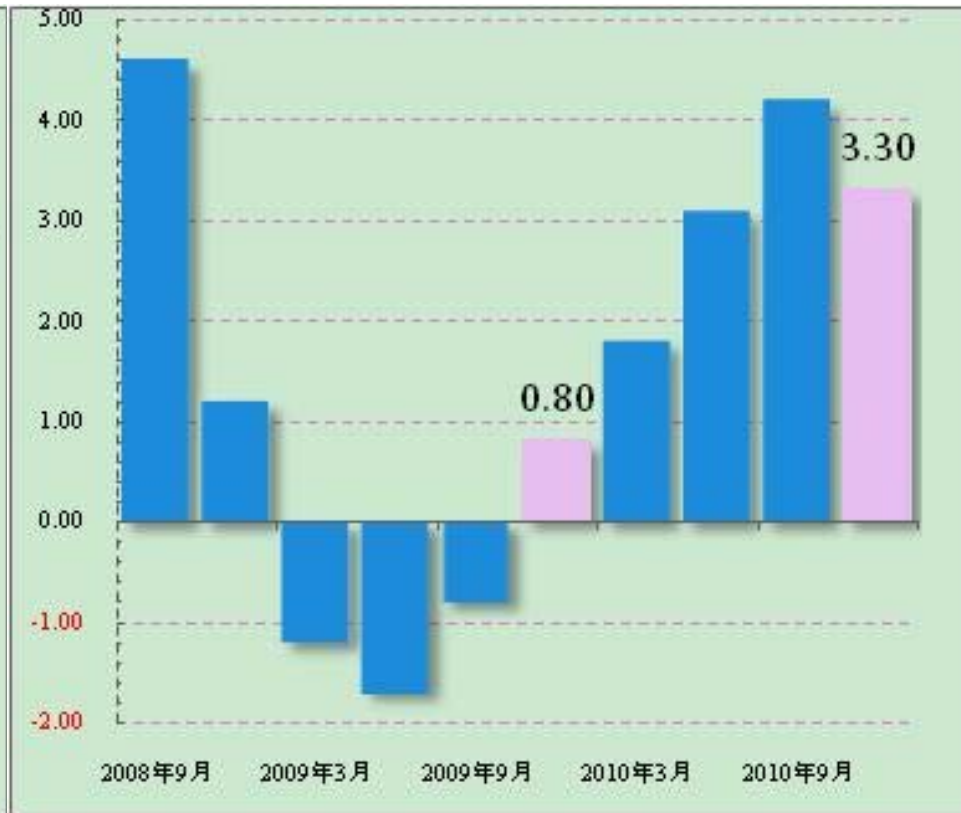
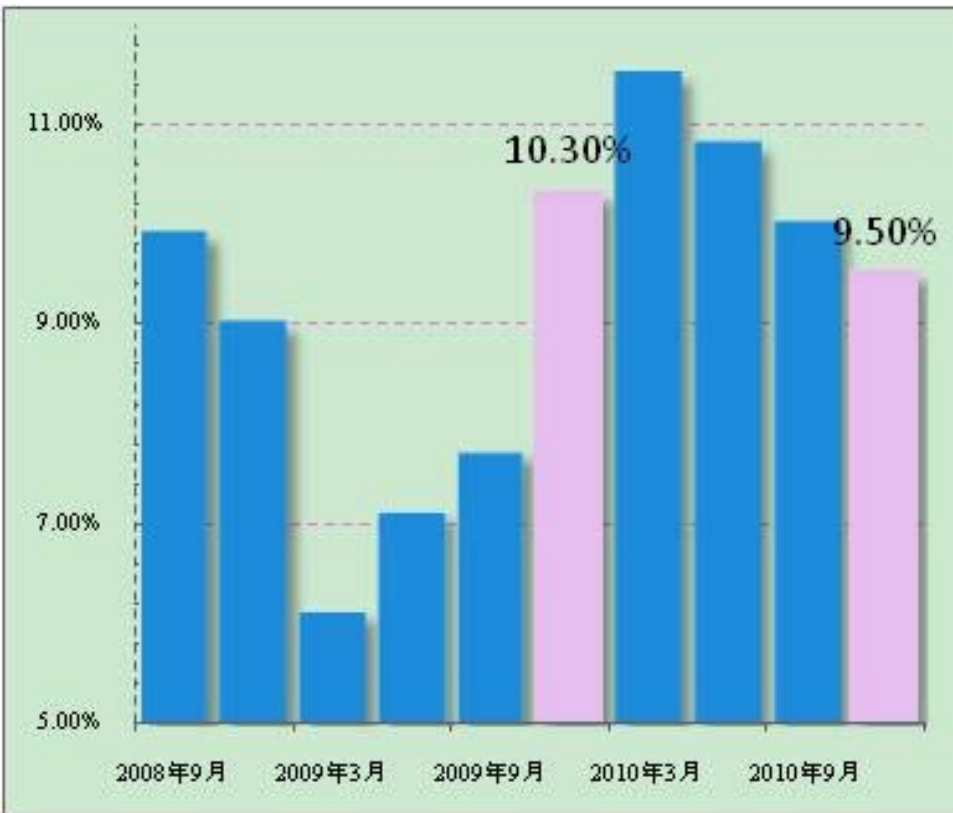
进一步可以将驱动力量细分为三个主题，房地产、耐用消费品和新能源将构成明年经济增长的亮点。

整体来看，中国经济增长率将略高于潜在GDP增长率，不可能进入经济“滞”的状态。

二、为什么不会“涨”？

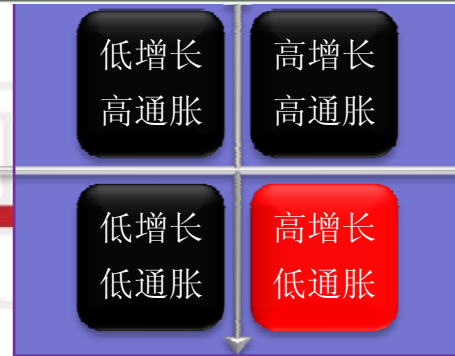
- 2010年通胀预期来临，但通胀程度在预期之内，表现温和。展望国际市场，2010年整个国际物价水平保持温和回升的态势，输入性通胀预期将会比较强烈。回眸国内，巨额的信贷和货币在2009年已经涌入了市场，通胀随时可能来到；未来物价水平持续攀升已无悬念。因为2008年经济增长的基数小，2009年下半年经济高速增长属预期内之事。随着时间的推移，基数效应开始逐渐消褪。这两个事实不禁令人担忧中国经济2010年是否会进入高通胀周期。
- 但我们观点鲜明：国内产能过剩、庞大的劳动力供给和温和回升的社会总需求都无法构成强烈通胀的条件，每个季度的物价指数将在低于5%的水平下运行；更进一步，2010年物价水平上涨幅度不会过大，通胀处在合理可控水平，不可能进入经济“胀”的状态。

二、 2010年中国经济高速增长温和通胀



名义GDP增速

CPI

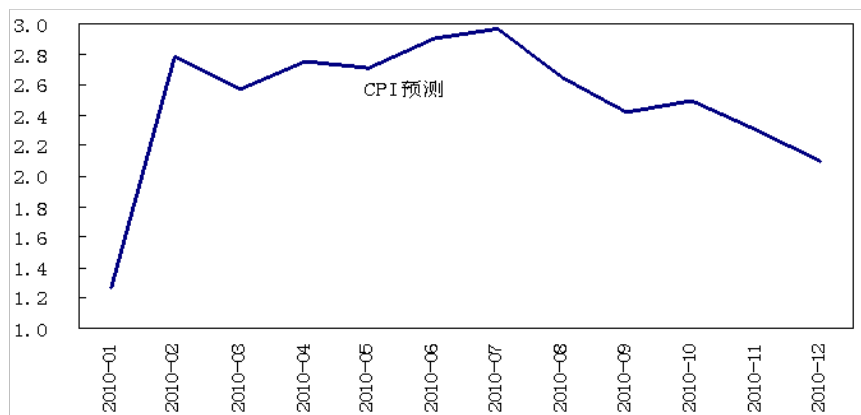


二、如何才能保证全年通胀小于4%

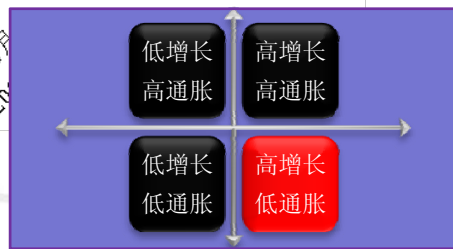
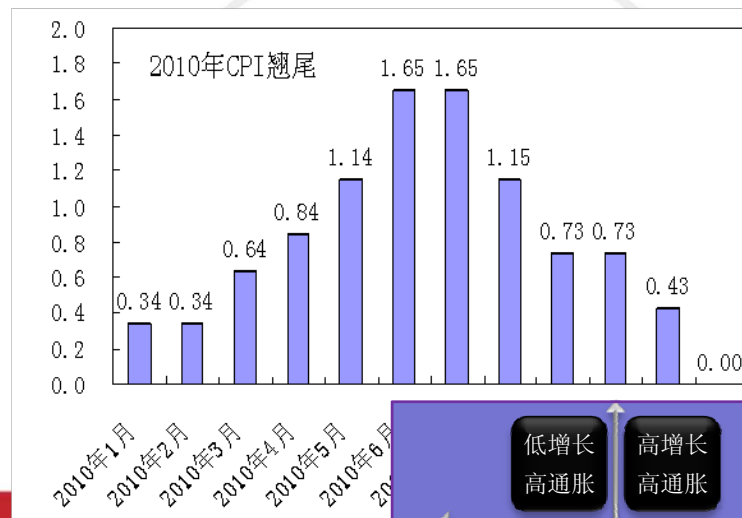
- **管理通胀预期：货币、行政、汇率政策**
- ⊕ 政府**GDP**目标**8%**；市场预测**9.5%**。意味着政策比**09**年要紧得多，打消政策刺激预期
- ⊕ 控制信贷规模**7.5**万亿，提出非单项灵活政策
- ⊕ 行政管制食品、能源和水电气价格
- ⊕ 打击投机性地产，抑制房屋价格
- ⊕ 维持**BMB**汇率稳定，阻止热钱输入性通胀

二、通胀形势：温和而可控

- 对通货膨胀的模拟结论（假设见年报）
 - 2010年4月、5月CPI将达2.5%和2.8%，首次超过了一年期存款利率
 - 预计三季度达到最高值3.2%，全年2.3%
 - 翘尾因素影响则将在5-8月达到高峰
- 中央银行对2010年CPI的预测 $CPI(3\%) = (2\% - 2.5\%) + (0.5\% - 1\%)$
 - 2010年的翘尾因素全年均值为0.8%，并呈中间高，两头低的走势。
 - 新涨价因素为1.2%-1.7%，全年物价在2%-2.5%区间波动。
 - 0.5%-1%是为资源、能源价格改革的预留空间。



资料来源：CEIC, 联合证券研究所



二、2010年中国政策敏感年

■ 2010年是继2008年后的又一个政策敏感年

- 保增长的能力在衰减，但政策需求仍在
- 调结构意味着短期甚至中期的较低增长

■ 宏观调控总体思路从“保增长、保稳定”转向“稳增长、调结构”，在一季度还会“压泡沫”。

- 在所谓维持财政、货币“双松”政策以推动经济增长的同时，调结构是必然提出的重要内容；调结构很可能意味着较低增长和结构性机会并存。
- 重点是城乡结构调整、轻重工业结构调整和投资主体的所有制结构调整。
- 经济增长方式的转变并非指顾问事
- 相机抉择将是政策基调

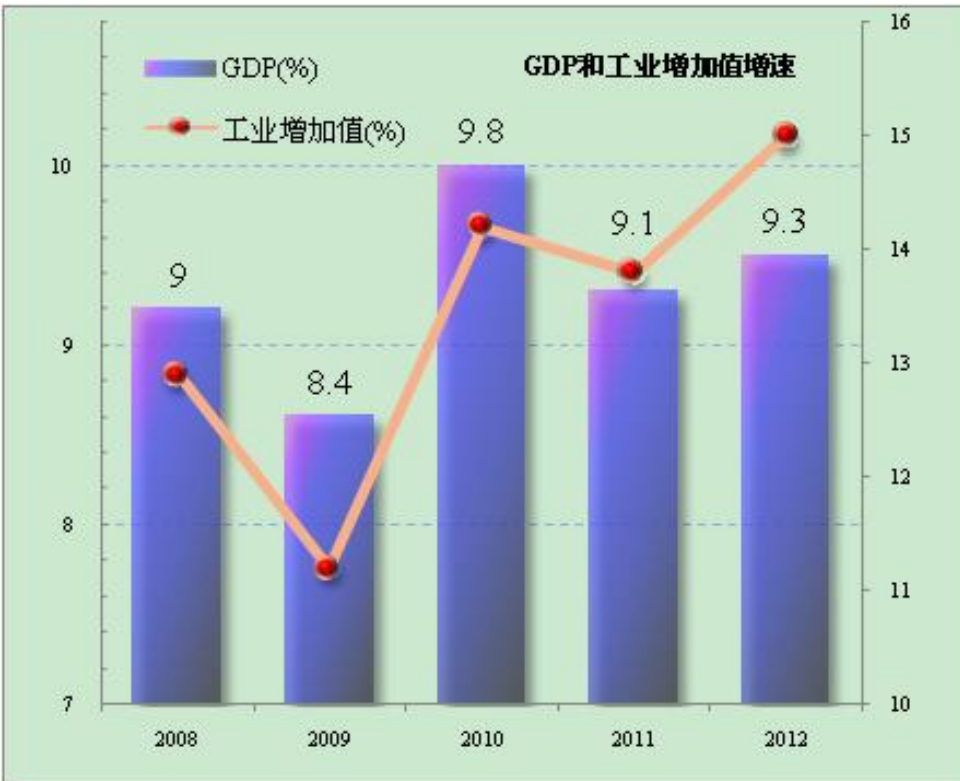
低增长
高通胀

高增长
高通胀

低增长
低通胀

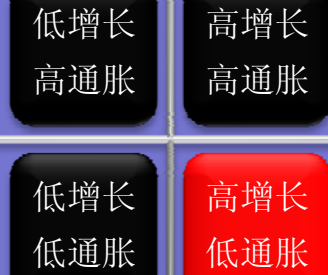
高增长
低通胀

二、 2010年以后的中国经济增速低于10%



名义GDP增速

三项增长率



二、我们的假设与卖方假设比较

申万研究关键假设表-KAT	最新预测 (2009年11月20日)						本次调整 (2009年9月18日)			
	2007	2008	2009F	2010F	2011F	2012F	2009F	2010F	2011F	2012F
世界经济指标										
全球GDP增速 (%)	5.0	2.9	-0.9	3.3	3.5	4.3	0.0	0.6	0.0	0.0
美国GDP增速 (%)	2.2	0.4	-2.2	2.2	1.8	2.3	0.0	1.3	0.0	0.0
欧盟GDP增速 (%)	3.1	1.8	-3.8	1.2	1.8	2.4	0.0	0.0	0.0	0.0
日本GDP增速 (%)	2.1	-0.7	-6.0	1.0	1.0	1.6	0.0	0.0	0.0	0.0
OECD国家GDP增速 (%)	2.9	1.4	-3.5	1.1	1.9	2.2	0.0	0.0	0.0	0.0
金砖四国GDP增速 (%)			3.6				0.0	0.0	0.0	0.0
欧元/美元(年末)	1.46	1.41	1.41	1.40	1.50	1.65	0.00	0.00	0.0	0.0
美元指数(年末)	76.7	80.7	73.0	80.0	74.0	68.0	-5.0	0.0	0.0	0.0
世界贸易量增速 (%)	7.2	2.9	-10.8	3.0	4.8	6.0	0.0	0.0	0.0	0.0
国内经济指标										
GDP: 实际 (%)	11.9	9	8.4	9.6	9.7	10.5	0.0	0.8	0.8	0.0
工业增加值增速 (%)	18.5	12.9	10.6	14.8	15.5	16.0	0.9	5	4.6	0.0
固定资产投资增速 (%)	25.8	26.1	32.9	26.4	25	28	-1.5	1.8	1.0	0.0
房地产投资增速 (%)	24	20.9	25.2	30.2	15	15	0.0	9.3	0.0	0.0
社会消费品零售总额增速 (%)	16.8	21.6	15.5	18.5	18.5	19	0.4	0.0	0.0	0.0
进出口总额增速 (%)	23.5	17.8	-16	17.5	15.1	23.8	0.8	7.9	0.0	0.0
出口 (%)	25.7	17.2	-18	15.9	15.5	22.9	0.0	5.0	0.0	0.0
进口 (%)	20.8	18.5	-13.5	19.5	14.6	25	0.0	5.5	0.0	0.0
贸易差额 (亿美元)	2,622	2,955	1907.9	1858	2251	2485	-1051.1	-1060	-1211	-1524
直接利用外资增速FDI (%)	13.6	23.6	-5	5	8	10	0.0	0.0	0.0	0.0
全国平均房价涨幅 (%)	14.9	0.0	24	8	5.0	5.0	22	3	0.0	0.0
房地产销售面积增速 (%)	25.7	-22.0	44.8	13.5	13.0	13.0	10.1	0.3	0.0	0.0
汽车整车销量增速 (%)	21.2	8.7	38.0	14.4	12.2	11.5	19.1	0.4	0.2	0.0
发电量增速 (%)	14.4	5.3	4.2	7.7	8.2	9.3	1.4	2	1.4	0.0
用电量增速 (%)	14.5	5.3	4.1	7.6	8.1	9.4	1.4	2	1.2	0.0
建筑业产值增速 (%)	22.8	20.0	23.0	24.0	22.0	21.0	2.0	4.0	1.8	0.0
居民消费价格指数(CPI)	4.8	5.9	-0.8	2.2	3.5	4	0.2	0.2	1.5	1
生产资料价格指数 (PPI)	3.1	6.9	-5.2	3.5	4	5	0.3	0.5	0.0	0.0
人民币贷款余额增速(%)	16.1	18.8	31.31	20.08	16	15	0.81	2.6	0.0	0.0
M2(%)	16.7	17.8	26.8	17.8	16.6	16.1	0.0	-1.7	0.0	0.0

二、2010年中国政策敏感年

■ 2010年是继2008年后的又一个政策敏感年

- 保增长的能力在衰减，但政策需求仍在
- 调结构意味着短期甚至中期的较低增长

■ 宏观调控总体思路从“保增长、保稳定”转向“稳增长、调结构”，在一季度还会“压泡沫”。

- 在所谓维持财政、货币“双松”政策以推动经济增长的同时，调结构是必然提出的重要内容；调结构很可能意味着较低增长和结构性机会并存。
- 重点是城乡结构调整、轻重工业结构调整和投资主体的所有制结构调整。
- 经济增长方式的转变并非指顾问事
- 相机抉择将是政策基调

世界

政策

外因

二、政策取向：调结构，防通胀

- 政策基调：创造宽松稳定的宏观经济环境，让市场内生机制推动经济持续复苏。
- 我们对2010年中国宏观经济政策取向做出三点明确判断。
- 第一、保持宽松的财政政策和货币政策，适度有节地从强刺激政策中退出。宽松的环境，有利于鼓励社会投资，增强企业出口竞争力，拉动就业并提高居民收入，推动消费稳定增长，防止经济“二次探底”进而出现“滞”的现象。政策适度退出，目的在于收紧信贷和货币闸门进而积极管理社会通胀预期，提防经济出现“胀”的可能。
- 第二、放宽市场准入，引导民间资本进入基础设施、公用事业金融服务和社会事业；鼓励民营经济进入劳动密集型行业，缓解社会就业压力。将城镇化战略与房地产建设有机结合，形成百姓安居乐业、地产商发展壮大、地方政府财力增强的和谐局面；实现经济可持续发展。
- 第三、提高汇率弹性，疏导国际期货市场投机形成的输入性通胀压力；外汇市场对冲与公开市场业务相互配合，尽量减轻热钱涌入对资产价格泡沫的刺激；运用利率政策和结构性信贷政策引导投资，积极管理市场通胀预期。

二、货币政策收紧只是时间问题

- ④ 通货膨胀预期是否强烈？
- ④ 实际利率是否为0？
- ④ GDP增速连续两个季度超过10%？
- ④ M2和固定资产贷款高速增长？
- ④ 热钱流入情况和人民币NDF趋势？

世界

政策

外因

二、财政**投资**政策转向中性， 货币政策紧于2009年

- ✚ 2009年前三季度的信贷高速增长事实上体现了货币信贷仍然是财政政策的配套工具——中长期贷款进入国有及国有控股部门，扶持地方政府项目投资。
- ✚ 尽管4万亿刺激政策使得中国经济率先止跌回升。但极度宽松的货币政策和仓促上马的各种基建项目也使得中国经济的结构在政府主导的项目带动下进一步扭曲。铁路和高速公路等各种后续基建项目将带来持续的财政压力。地方政府的财政压力将更为突出。
- ✚ 只要积极的财政投资政策不转型，则货币政策很难退出宽松状态，否则将出现银行部门最终承担所有基建投资项目损失的局面。确保已上马项目以维持当前金融稳定；抑制新项目以避免未来的金融不稳定

世界

政策

外因

二、财政**投资**政策转向中性，货币政策紧于2009年

- 预计2010年财政赤字规模与今年大体持平，但占GDP比重将下降；财政支出将有结构调整，譬如更多面向民生领域。2010年政府财政收入有望达到7.5至8万亿，财政预算支出的金额有望达到8.5-9万亿。
- 从近期的政策动向来看，中央经济工作会议提出了“严控新上项目”之后，各部委对于各种基建项目的态度也从之前的开源、即想方设法解决地方政府的资金配套问题，转向了对各种项目“有保有压”式的“节流”。财政刺激政策的逐步退出将不可避免。

世界

政策

外因

二、货币政策的结构性治理将优先于总量收紧

鉴于当前存在房地产价格持续攀升和热钱流入两大结构性矛盾，预计货币政策将优先对此进行结构性定向治理。比如，针对房地产的信贷政策逐步收紧；针对外汇占款增加，加大公开市场操作力度。

总量性货币政策需在通胀压力和信用风险管理之间进行平衡。考虑到CPI翘尾因素影响在2010年5-8月最为显著，单月出现超过1年期定期存款利率，甚至接近4%的敏感线，我们预计在此期间会有两次加息：2010年6月20日-7月10日，第一次加息；2010年8月20日-9月10日，第二次加息，累计0.54个百分点。

存款准备金率既面临上行压力，即总量从紧，又面临下行压力，即金融机构超额准备金率已处在低位，维持不动将是大概率事件。但有一个例外：2010年第一季度如果连续两个月月度信贷突破1万亿元，准备金很可能动一次，0.5个百分点。不过，差别准备金政策的动用可能性高于普遍的准备金率调整。

世界

政策

外因

二、消费升级和城镇化建设不会有惊喜



二、我们判断中国经济复苏不可逆

- 由于政府担心“低利率多货币”会诱发股市楼市“泡沫”甚至通胀，加之地方政府主导性投资项目问题重重，正在开始减弱“刺激”政策的力度；
- 在形成经济已经复苏的共识下，政策导向从“保增长”向“调结构”过渡；但又考虑到经济复苏的基础“尚不稳固”，扩张性政策方向不变；
- 在政策出现微妙变化的背景下，私人投资倾向谨慎（尤其是房地产投资），实体经济复苏的力度将随政策力度降低而减缓。

低增长
高通胀

高增长
高通胀

低增长
低通胀

高增长
低通胀

二、投资存变数而消费乐观

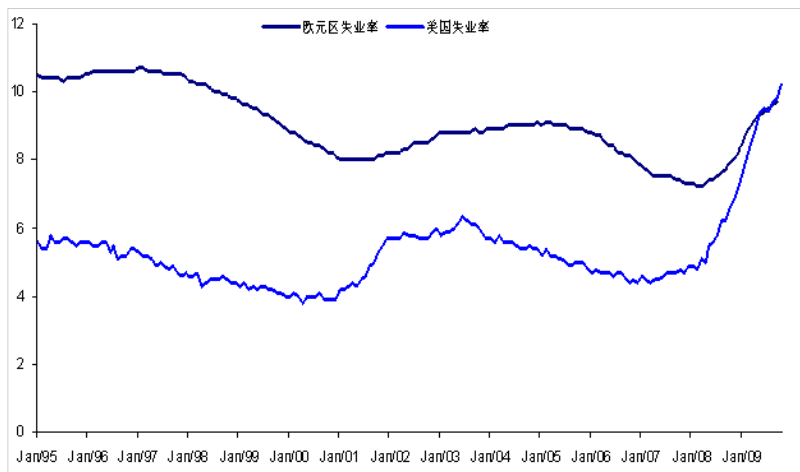
● 最关键的变量是投资：变化首先取决于政策

有关政策宣示	目标/措施
2009年5月14日，“关于遏制钢铁行业产量过快增长的紧急通报”	1、坚决遏制产量过快增长；2、主动调整品种结构；3、加快淘汰落后产能；4、严禁违规建设扩能项目；5、加强技术改造和企业管理；6、规范钢材和进口铁矿石贸易秩序
2009年06月25日，专用汽车和挂车生产企业及产品准入管理规则	规范专用汽车和挂车生产企业及产品的准入管理，维护专用汽车和挂车产品市场竞争秩序，推动汽车产业结构调整和优化升级，促进企业技术进步
2009年06月25日，新能源汽车生产企业及产品准入管理规则	促进汽车产品技术进步，保护环境，节约能源,实现可持续发展，鼓励企业研究开发和生产新能源汽车
2009年09月29日，轻型汽车燃料消耗量标示管理规定	进一步加强节油节电工作
2009年09月30日，国务院批转抑制部分行业产能过剩若干意见的通知	1、严格市场准入；2、强化环境监管；3、依法依规供地用地；4、实行有保有控的金融政策；5、严格项目审批管理；6、做好企业兼并重组工作；7、建立信息发布制度；8、实行问责制；9深化体制改革
2009年11月18日，国家发展改革委办公厅关于水泥、平板玻璃建设项目清理工作有关问题的通知	1、严格控制新增水泥产能，执行等量淘汰落后产能的原则，对不符合上述原则的项目严禁开工建设；2、严格控制新增平板玻璃产能，遵循调整结构、淘汰落后、市场导向、合理布局的原则，发展高档用途及深加工玻璃。
2009年11月20日，周小川在全球CEO年会上发表讲话	1、中国在投资方面必须小心。因为中国某些行业已经有产能过剩现象，特别是在一些常规的制造业领域中，必须在投资方面寻找新的增长点；2、要关注部分地方融资平台通过土地抵押、非项目本身收费获得融资的情况。

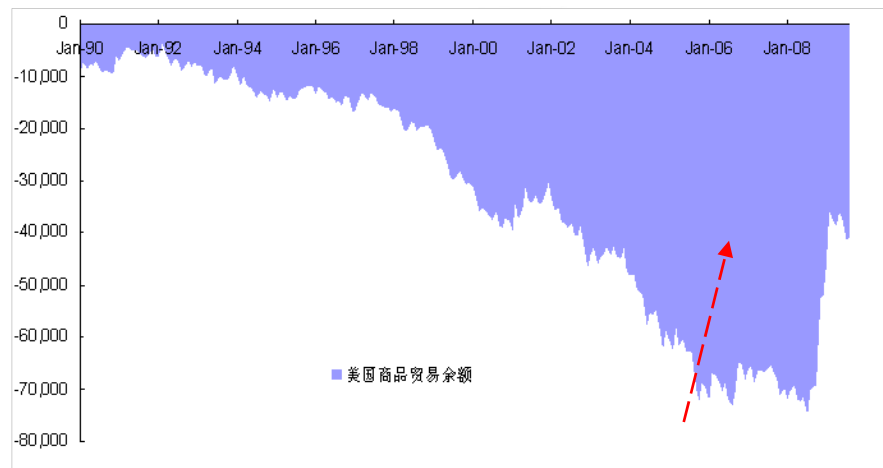
二、 外需和进出口的分化走势

- 再平衡是不确定的
 - 发达经济体的失业率影响复苏力度
 - 美国贸易逆差缩小影响生产国复苏

欧元区和美国的失业率 (%)



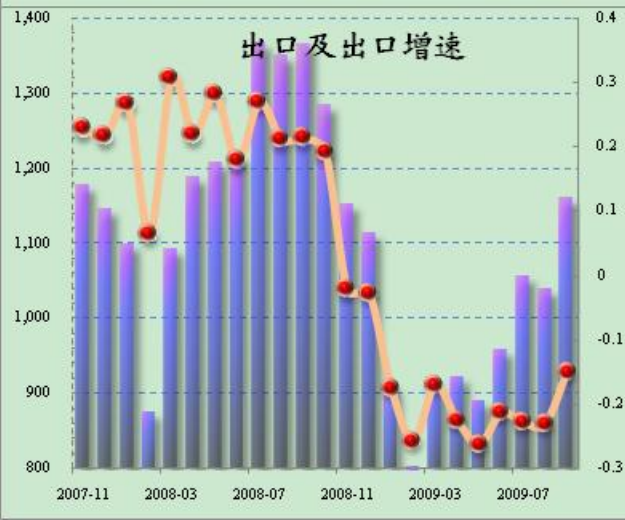
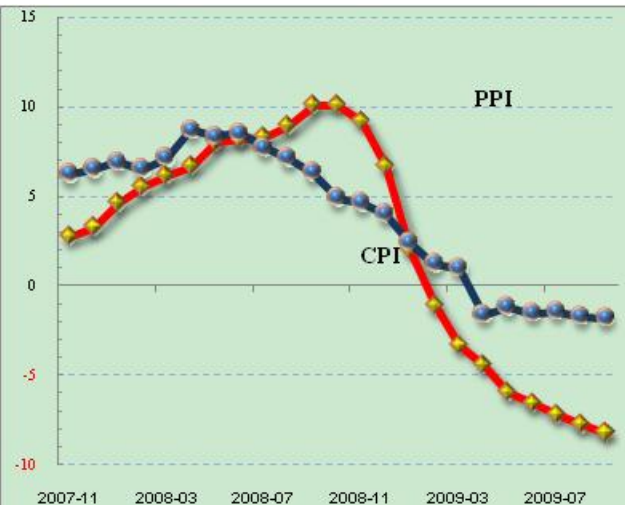
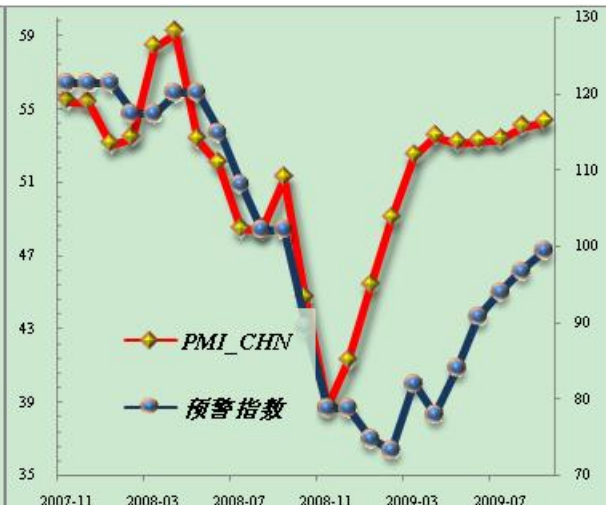
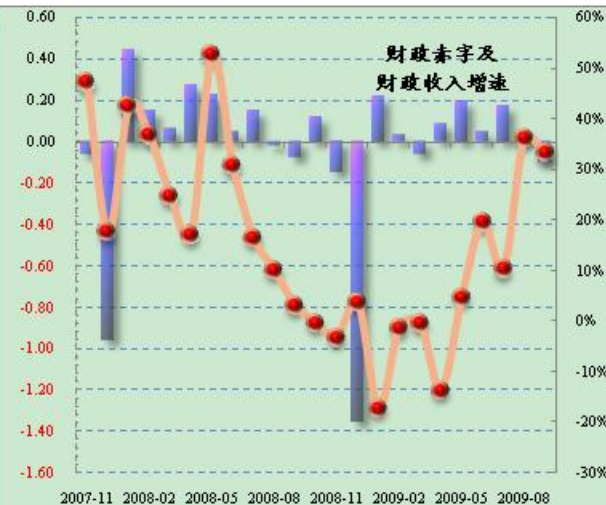
美国的贸易余额 (百万美元)



二、如何才能保证出口增长10%

■ 保份额、调结构、促平衡： 商务部政策

- ⊕ 保持出口退税政策的稳定，扩大出口信用保险覆盖率，支持大型成套设备出口融资，积极落实贸易融资政策
- ⊕ 加快外贸结构调整和发展方式转变
- ⊕ 扩大国内有需求的产品进口
- ⊕ 推动重点领域服务出口



二、消费乐观

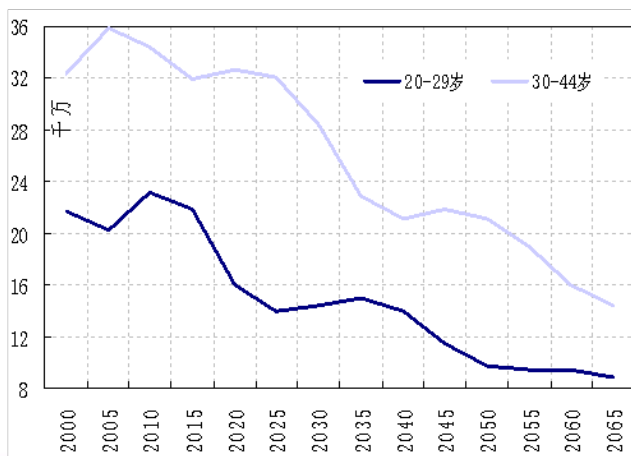
- 消费平稳增长

- 2010年社会消费品零售总额将增长16%，最终消费对GDP增长贡献4.2个百分点

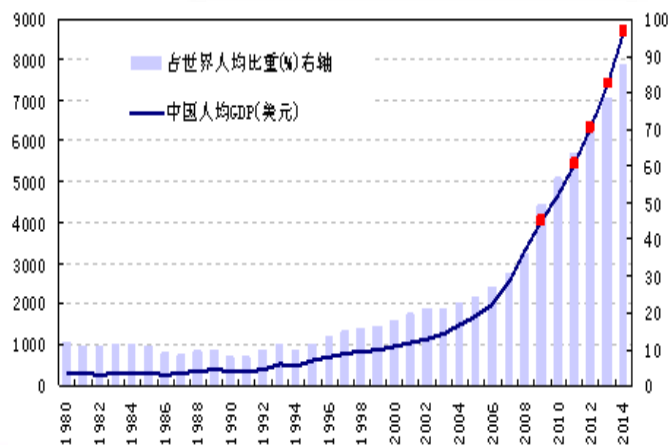
- 人口结构推动消费升级

- 人均GDP突破3000美元推动消费增长（2008年迈过门槛）

中青年人口高峰在2010-2015年

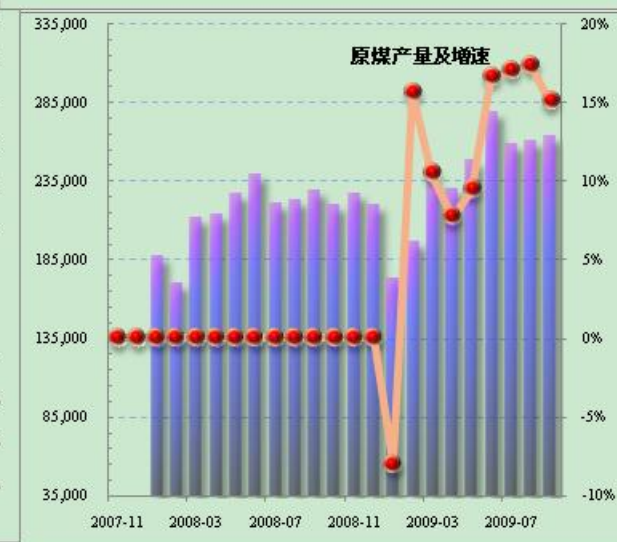
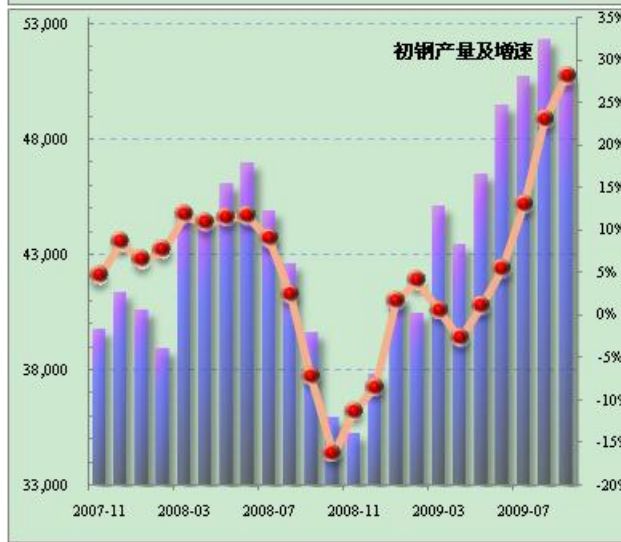
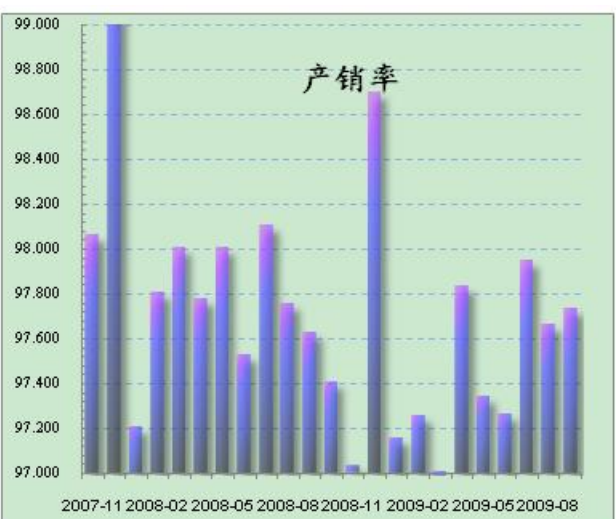
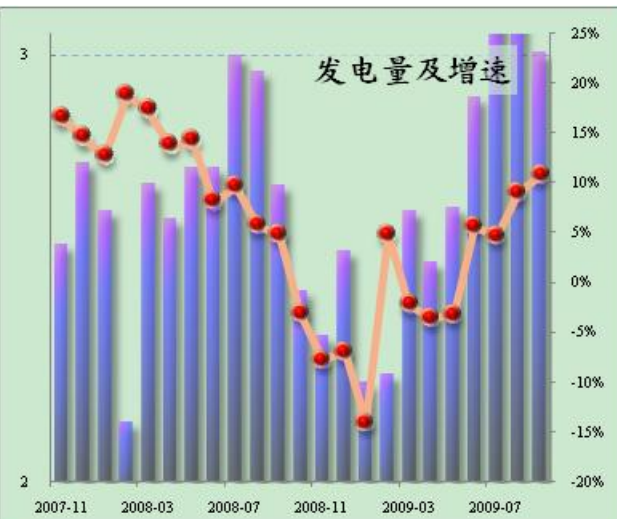


人均GDP与人口占比



二、如何才能保证消费增长18%

- ✦ 落实好国务院确定的促进消费政策：家电、汽车、摩托车
- ✦ 创造便利消费环境。10万家“万村千乡”农家店，“农民一户一卡”
- ✦ 扩大信用消费
- ✦ 支持并规范发展网上消费
- ✦ 构筑现代流通网络；依托万村千乡市场工程



二、 2010年中国宏观经济

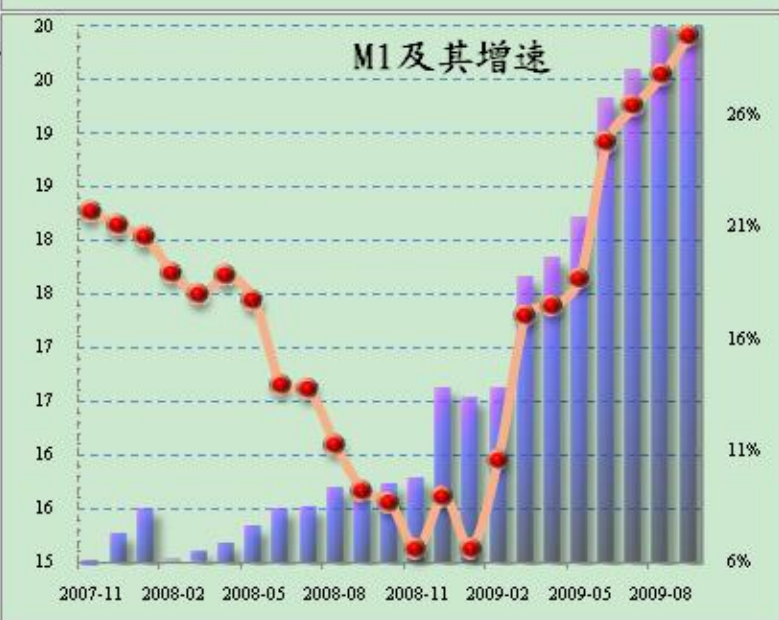
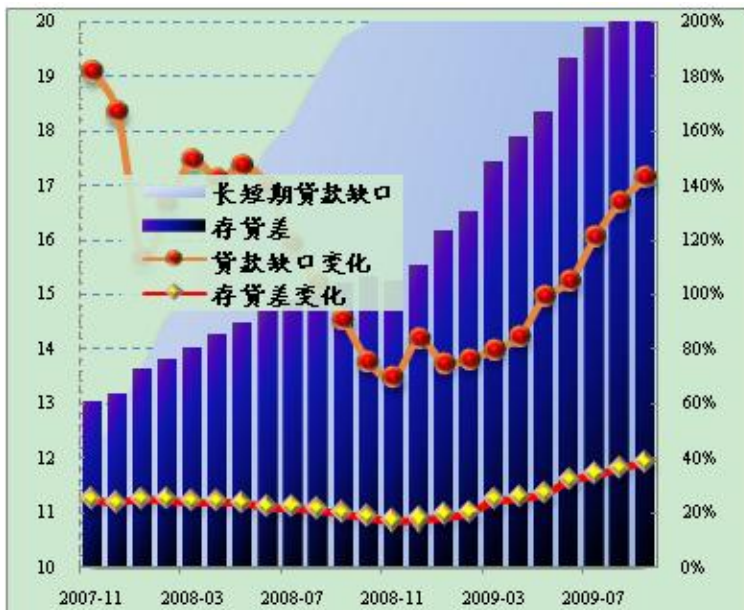
社会出现怪现象

- 高端消费复苏和低端消费萎靡；
- 投资畸高和消费下降；
- 失业率高企和地产金融市场泡沫并存。

所有矛盾的解决再也不能企盼出口，根本之道在于增加普通家庭的收入，否则很难启动消费；然而，短期内不可能解决根本性矛盾。

中国2010年上半年经济是什么样子

中国经济2010年上半年将进入[10%, 12%]的增长空间，消费和物价缓慢回升，出口增长有限，大部分产能仍然依靠国内市场消化；由于2009年开工项目的持续性和2010年新增2万亿投资，资源性产品面临短缺；上游涨价难以传导至下游，但人们对成本推动型通胀预期愈加强烈。



二、 2010年中国宏观政策：退出将成事实

表1：政策退出的路线图构思

次序	工具	目的	形势判断	机理
4Q09	第一步 公开市场操作	回收流动性	经济持续增长，货币供应增长过快	CPI刚刚转正，加息仍不具条件
	第二步 窗口指导或银行信贷额度管理	控制贷款投放	货币增长持续加快，资产价格上涨	在央行货币政策工具使用受限的情况下，监管机构在主动信贷管理方面的重要性凸现出来
1Q10	第三步 投资性财政刺激政策退出，消费性刺激政策保留	控制投资节奏	由于财政政策效果滞后，按原四万亿经济刺激方案，明年中央投资安排投资资金高达7000亿元，明显高于今年	货币政策需要财政政策的配合
2Q10	第四步 提高准备金率	约束银行放贷能力	通胀水平持续回升，但美国没有开始加息，而抑制流动性的要求更加迫切	调整利率的时机尚不成熟
3Q10	第五步 加息	增加资金成本防止经济过热	预计明年美国经济增长前低后高，经济好转而失业率下降，3Q开始加息	跟随美国加息，风险要小一些
	第六步 人民币缓慢升值	调节总供给	改善全球经济的结构性失衡	中国的生产率提高速度快于美国，小幅升值不会影响竞争力

数据来源：招商证券研发中心

二、总体结论

- ✚ 投资仍是拉动2010年增长的主动力量（是指贡献率仍然高居不下），消费保持较高速增长；出口强劲增长可能是一场数字游戏。
- ✚ 政策：政府对经济趋势判断是复苏前期，政策逐渐退出，但仍是走一步看一步的一贯风格，前瞻性政策作风出现概率较小。
- ✚ 我们判断2010年世界经济不可能出现爆发性的复苏；出口因美国圣诞节备货和补库存出现阶段性好转，但绝对不能寄予重托，经济仍以内需为主。失业问题仍然严重但会逐渐改善，虽然“通胀”不会真正出现，但从舆论中的争论可见“通胀”压力原来越大！

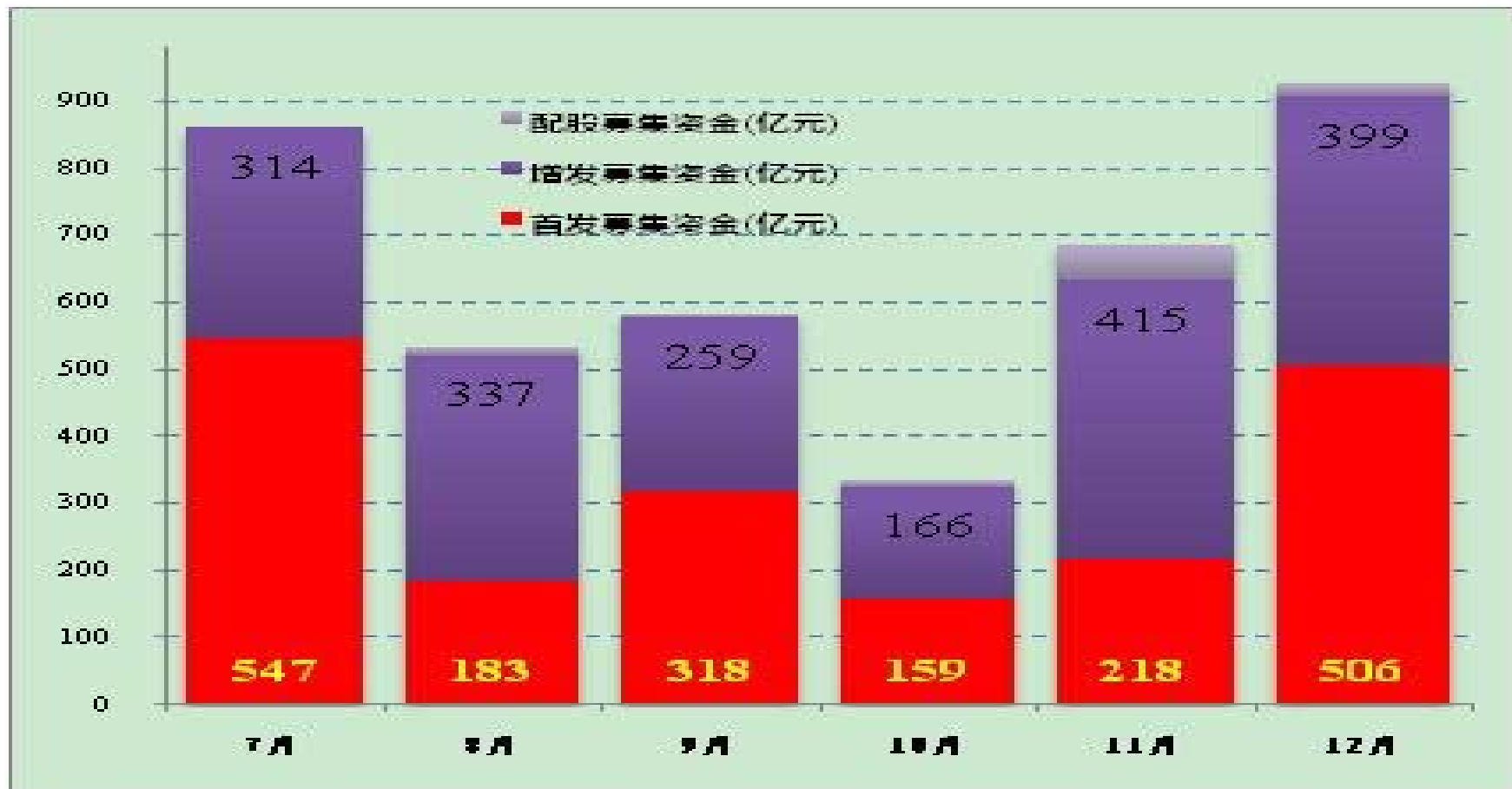
三、基于宏观的市场判断：年线温和上涨

- 整体判断：EPS增长20%；PE=25X；上证综合指数4200点，涨幅+30%。
- 考虑中国在2010年的经济增长状况和全球经济恢复正常增长的大环境，我们认为A股市场2010年市盈率区间为20到30倍。低于20倍，投资价值浮现；更有可能出现的是超越30倍市盈率的乐观情形。因此，我们把25倍作为预测的基准状态。
- 综合卖方目前对2010年上市公司盈利预测的估计，2010年盈利增长在20%到30%之间。采用彭博调查中值，2010年上证指数成分公司每股收益增长24.0%，结合2010年25倍市盈率估算，2010年底，上证指数将达到4217点，相比2009年11月6日上证指数收盘3164点，上涨33%。
- 如果出现企业盈利超预期增长（比预测中值高20%），2010年增长率将达到29%，上证指数将达到5060点，比现在上涨60%。
- 在最悲观情形，上证指数每股收益增长低于预期20%，20倍市盈率，2010年底的点位为2699点。我们认为，在没有大的系统性风险发生的前提下，出现此种悲观情形的可能性非常小。

三、市场供给判断：可能会超预期

- 整体判断：股票供给取决于政府和经济基本面，模糊判断将超预期。
- 解禁：在股票供给方面，2010年全年解禁股数为3762亿股，显著低于2009年的7058亿股。截至2009年11月6日，A股流通股份市值已经占到全部市值的64%。大小非进一步抛售股票的动力和压力在市场上扬的背景下，将逐渐减弱。
- IPO：在新股方面，尽管创业板依批次推出，主板市场时有大盘股推出，但目前看A股市场本身的深度和广度在逐渐增加，人民币升值预期也会使中国市场逐渐吸引全球的资金从各种各样的渠道进入。不排除某些新股由于在上市之初被过分炒作，后继出现较长时间持续下跌的情况。但一旦估值回归到合理水平，理性投资者将会考虑入场。
- 再融资：预计2010年再融资规模会超过大家的预期，我们无法做精准预期，大致判断再融资规模在5000亿左右。

三、2010年中国市场供给状况



IPO

再融资和
分红

解禁

供给

三、 2010年中国市场供给状况

	IPO	再融资
安永	上交所 3800亿	
李伏安		银行债权融资5000亿; 4000亿股权融资
海通		银行融资2100亿
瑞士信贷		三大银行融资3000亿
中金		银行融资2300—2800亿

IPO

再融资和
分红

解禁

供给

三、市场供给: 相同的故事不同的结局

• 再融资对市场究竟有什么影响?

● 2007年大牛市，谁融资谁狂涨

● 2008年大熊市，根本没人敢提此事

● 2009年牛市，谁融资谁狂跌

2010年是什么市场？融资冲击如何？

● 我们判断：2010年经济、政策、股市供需面超预期概率小，市场振幅不大、温和攀升，6000亿再融资对市场影响中性偏负

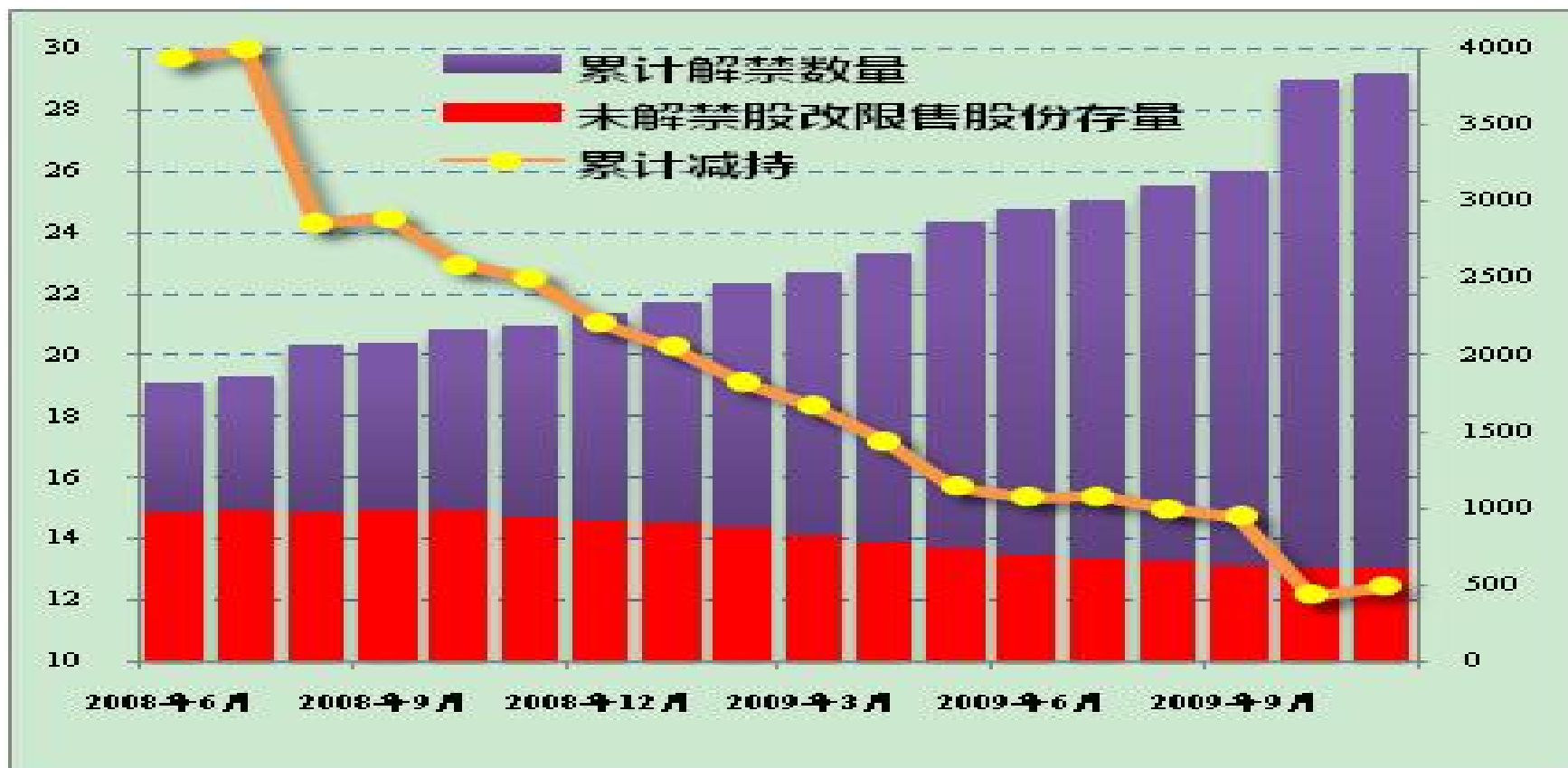
IPO

再融资和
分红

解禁

供给

三、2010年中国市场供给状况



IPO

再融资和
分红

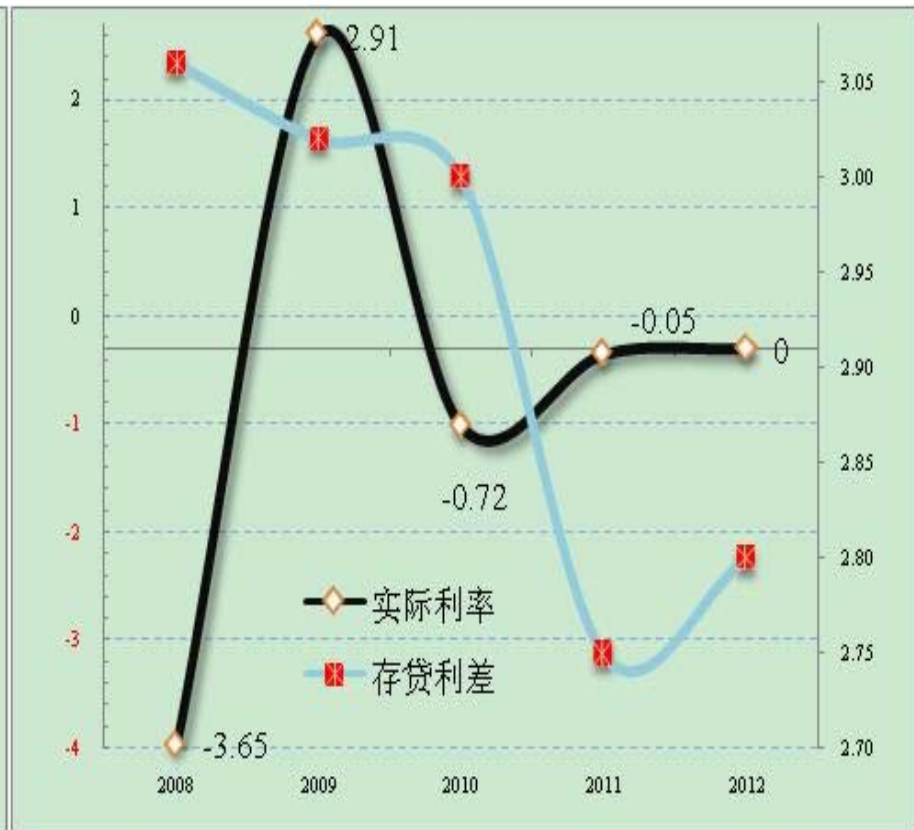
解禁

供给

三、流动性判断：资金依然充沛

- 判断：在流动性方面，2010年市场流动性依然充裕。预计银行信贷在2010年仍然可以到8万亿左右。对流动性而言，更重要的是流动的意愿，也就是流动的速度。
- 背景：随着中国经济增长更为明确，新能源国家政策的明确和投入的增长、新产品和消费升级导致大量新兴企业涌现，财富效应显现，市场资金参与股市的热情将上涨，投资者的风险偏好上升。
- 论据：FAI增速降低、消费增速增加、通胀预期下的资产价格上涨、利率上升预期都会迫使企业提高资金周转率，从而推动货币流通速度的上升。

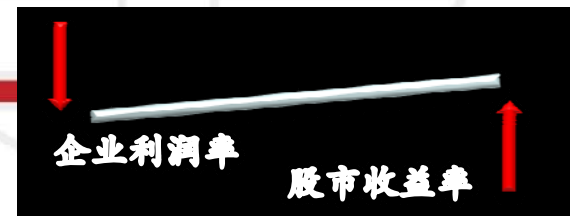
2010年中国市场需求状况



流动性触顶回落，加息将成事实

实体经济投资收益率将大于股市投资收益率，股市需求下降

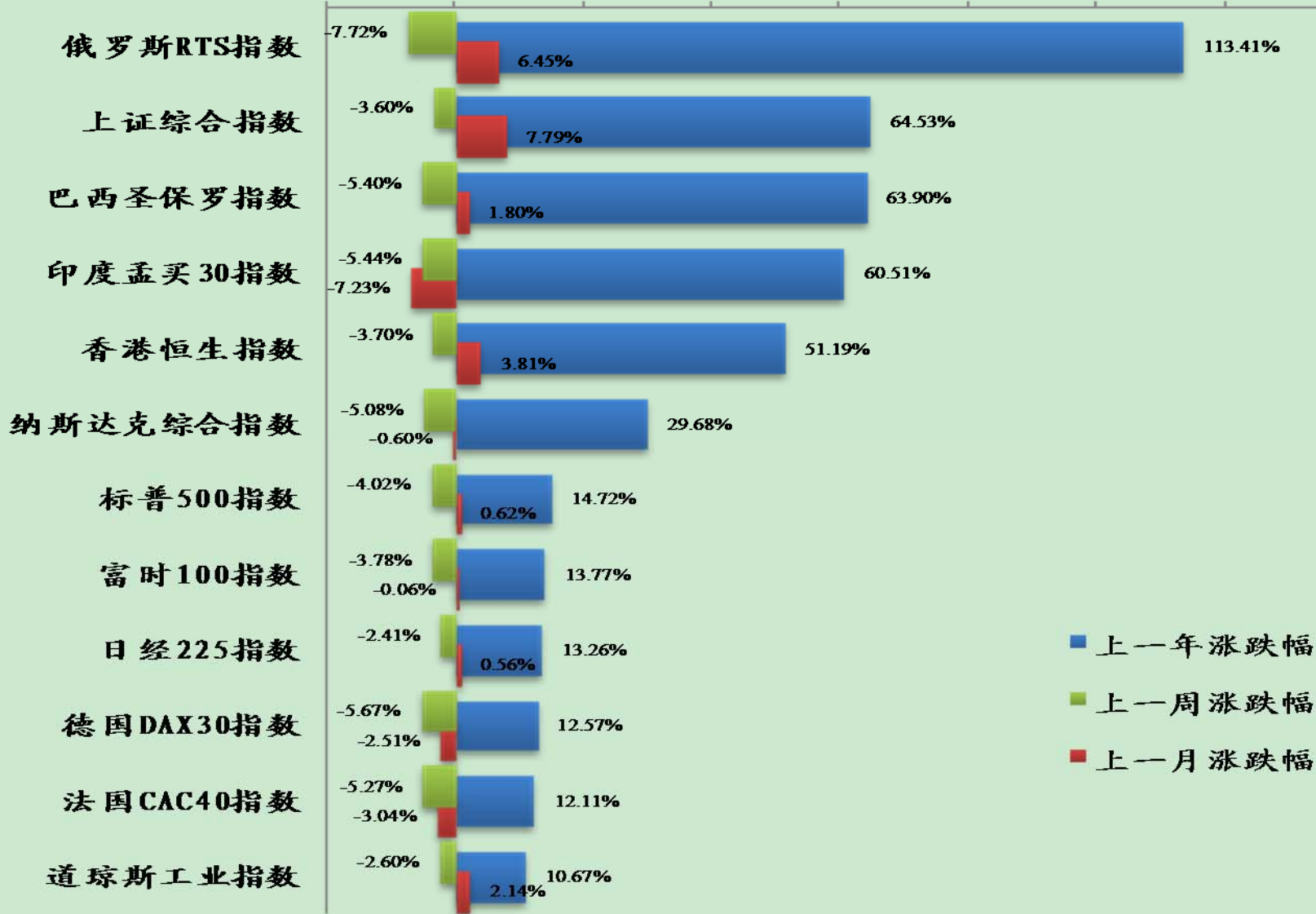
实际利率为负构成加息的理由



三、市场风险：来自供给面、出口、房地产和通胀

- 但没人能够100%准确预测市场，我们应该清楚A股市场未来的风险。
- 庞大的再融资计划和IPO泄洪，构成A股上行的巨大压力
- 大宗商品和房地产投机可能造成短期泡沫从而引发强烈通胀预期；政策收缩力度过大或者节奏过快引发实体经济投资大幅衰减；
- 美国和欧洲经济在2010年下半年后增长速度的回落和可能出现的股市调整，出口承受压力，内需无法实现强劲增长，政府发展新兴战略产业的决心和力度不够，中国经济将面临较大的长期增长风险。

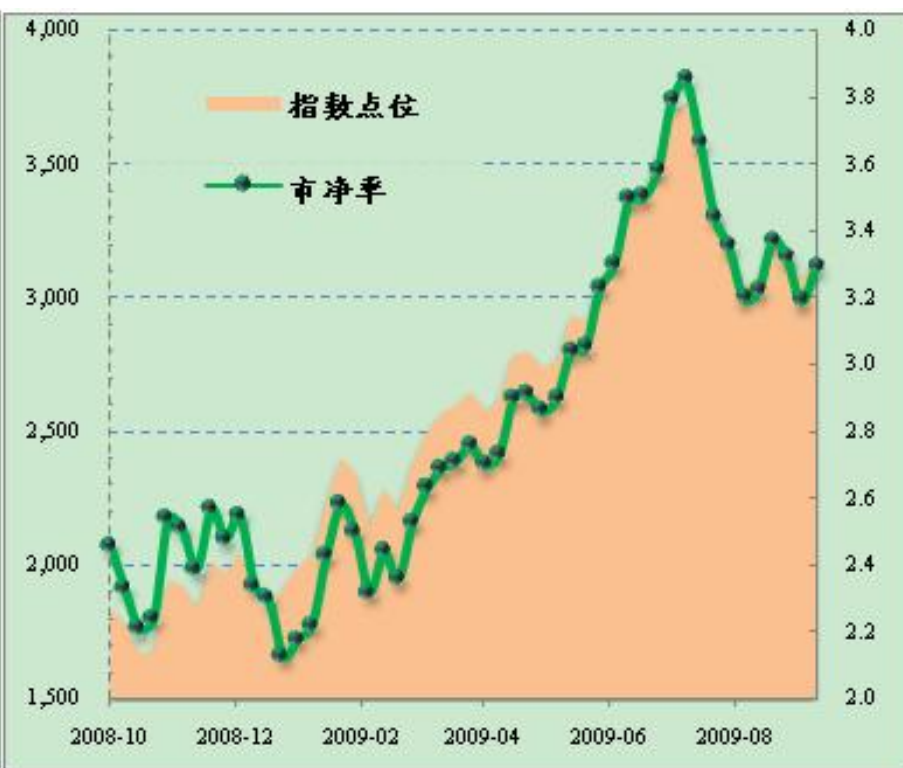
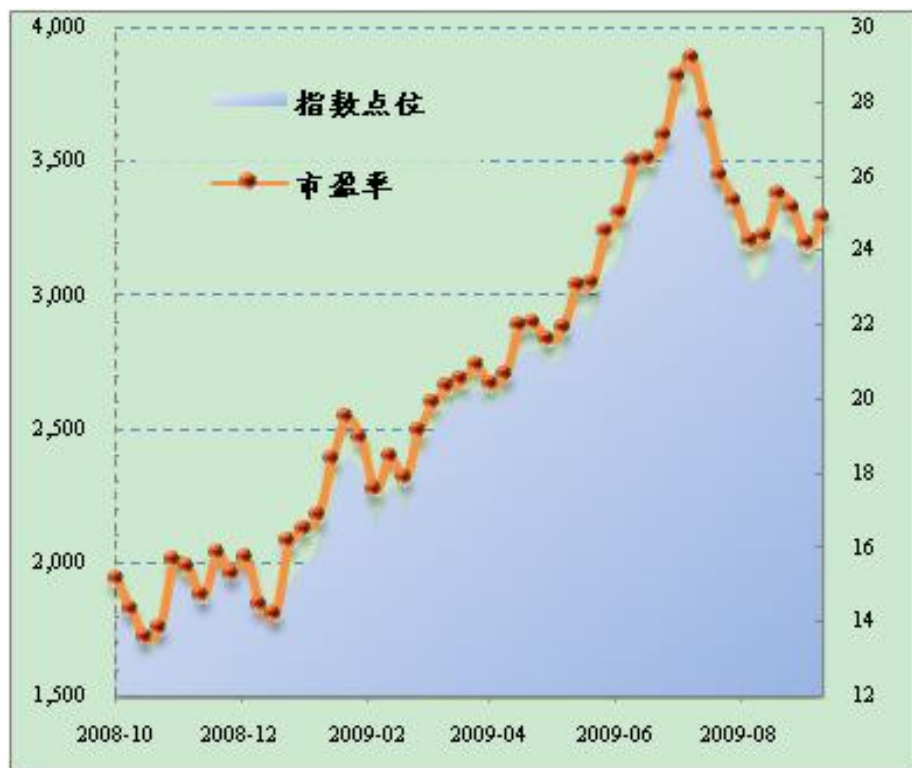
-20% 0% 20% 40% 60% 80% 100% 120% 140%

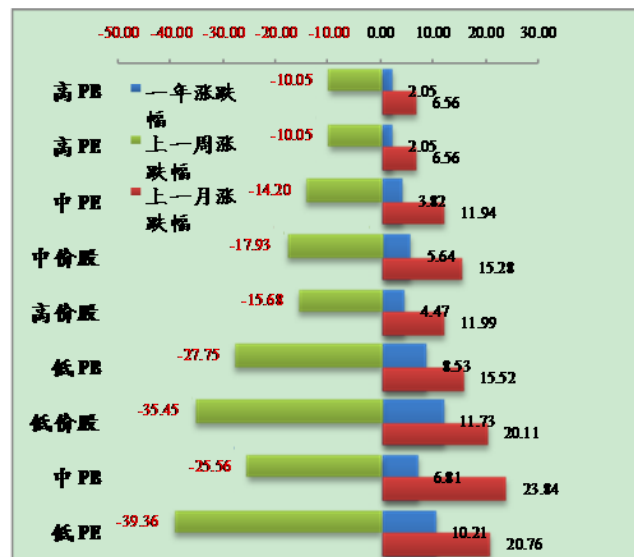
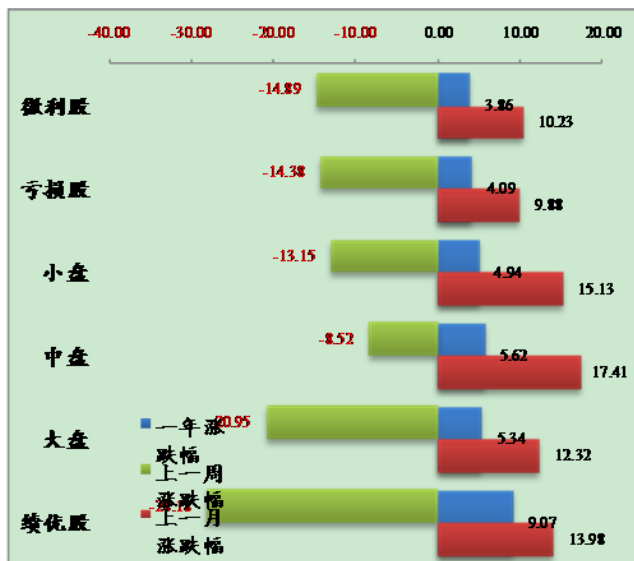
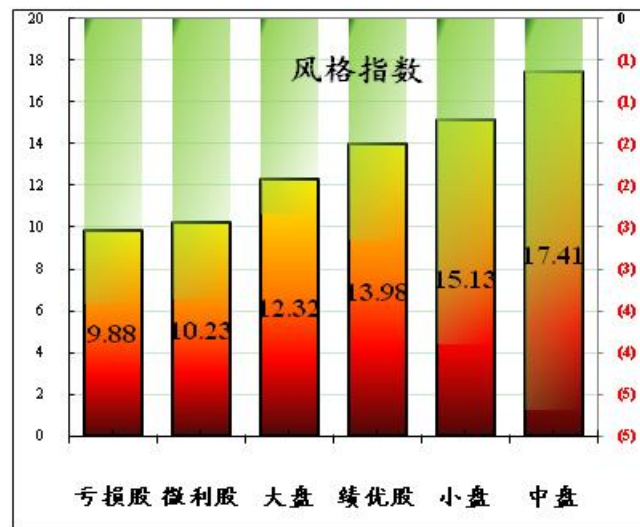
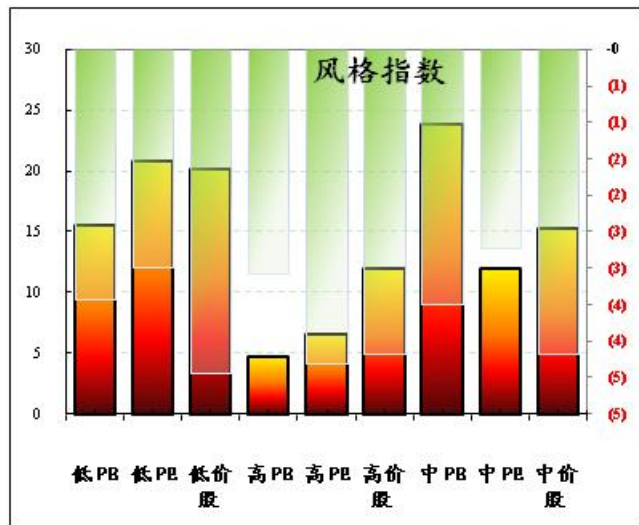


指数	当前收盘	PE	日均波动	3年平均	7年平均	PB	日均波动	三年平均	7年平均
上证综合指数	2995.85	31.72	23.81	30.07	30.29	3.20	27.10	3.82	2.43
俄罗斯RTS指数	1348.54	16.07	-44.60	9.30	7.33	1.11	19.67	1.37	0.83
巴西圣保罗指数	61545.50	25.29	59.07	13.92	99.07	1.97	-3.08	1.86	1.02
印度孟买30指数	15896.28	19.27	-23.63	17.75	14.93	3.13	-21.55	3.81	2.87
道琼斯工业指数	9712.73	15.17	0.48	15.49	17.62	2.62	0.47	3.44	3.35
标普500指数	1036.19	20.98	-1.24	15.96	18.66	2.13	-6.80	2.44	2.88
纳斯达克综合指数	2045.11	35.37	-7.81	29.97	46.35	2.34	-12.71	2.97	3.32
富时100指数	5044.55	127.63	130.55	20.51	28.27	1.90	-6.10	2.03	2.07
法国CAC40指数	3607.69	13.79	-13.70	11.97	14.53	1.30	-20.61	1.68	2.06
德国DAX30指数	5414.96	44.41	-8.35	16.94	25.70	1.42	-16.72	1.64	1.43
日经225指数	10034.74	24.38	0.00	20.01	43.25	1.34	-4.28	1.60	1.65
香港恒生指数	21752.87	22.74	12.63	15.05	15.56	2.08	11.74	2.06	1.76

注：PE和PB是指当前值；日均波动的单位是BP，指PE和PB的月均波动；3年和7年平均的统计区间是以交易日为单位。

市场估值





三、上顶下底孕育波动行情

基本面：经济复苏的力度会降低；但基数效应作用下，11月宏观经济指标出现大幅变化，工业增加值、发电量、CPI和信贷数据将构成大盘支撑

供给面：解禁股、融资和再融资



基本面：经济复苏仍在继续；政策宽松方向不变；世界外围市场氛围较好；信贷存量依然很大；出口持续好转；物价指数将环比上升；公司利润将显著改善

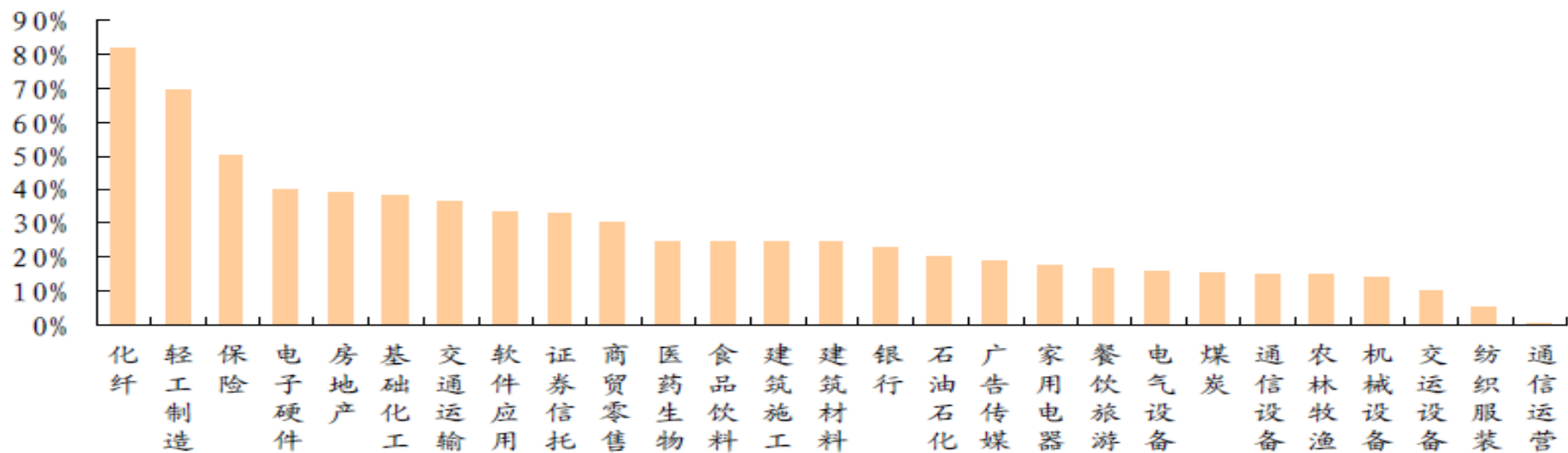
三、投资策略两个大逻辑

■ 经济复苏逻辑+流动性逻辑

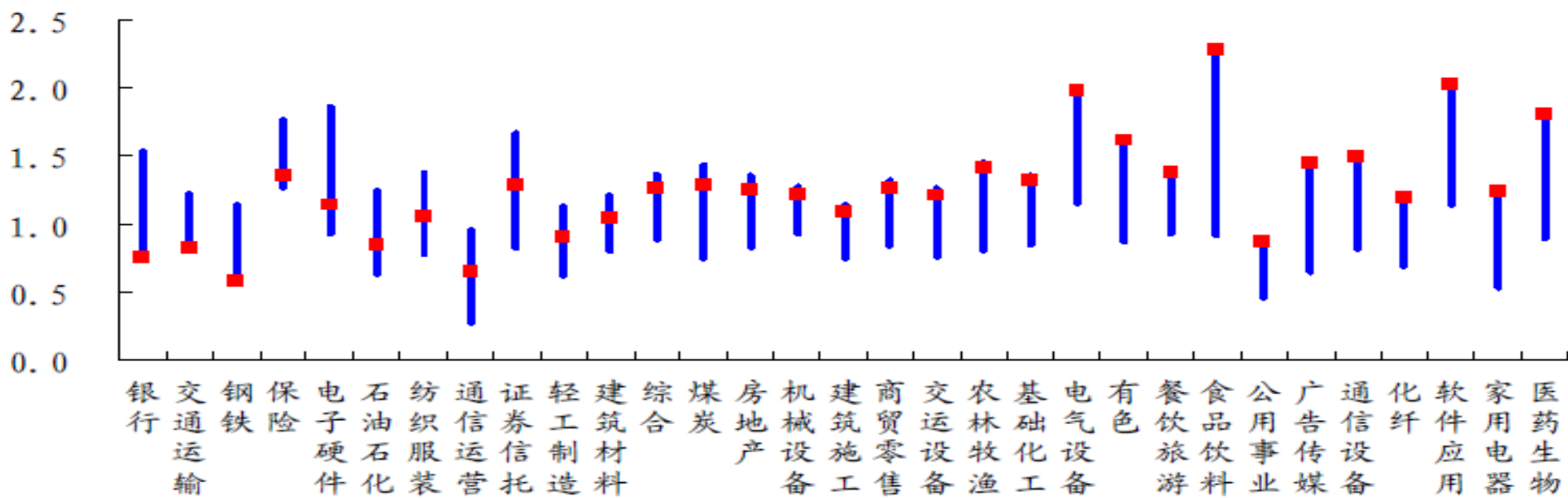
■ 逻辑改变了吗？

- 第一个逻辑没变。政府仍是以经济增长为第一要务的，尽管货币信贷和固定资产投资的增速已经触及天花板，但依赖现有存量仍能确保GDP按目标增长，我们预期EPS会依赖市场自身的机制实现恢复性增长，这样股票就不会显得太贵，明年eps大致增长25%。
- 流动性充裕的局面在最近1年内不会发生根本性变化，否则不利于为经济增长创造宽松的信贷环境。但是预期是影响市场的重要因素，2010年流动性趋紧是必然的，这是与2009年投资逻辑大不同的地方。

三、业绩与估值：行业选择的原则



注：根据国泰君安行业研究员自下而上的重点公司盈利预测。有色金属业绩增长 425%，钢铁业绩增长 196%，未在图中显示



三、业绩：公司成本将明显上升

- 资源价格改革已经开始：电、天然气、水
- 资源税开始讨论：矿产品从从量税率改为从价税率，税额显著提升
- 商品价格上涨后的同比因素

政府主导要素定价改革涨价	2009/2010	涨幅
天然气	可能再次提价接轨	
电力	煤电联动	销售电价,0.028元;上网电价整体平均0.01元左右
水	提高资源价格,鼓励节约	25%左右
环保成本	严格执法,环境补偿费	

矿产品	现有资源税率	现有资源税相当于目前价格(11月15日)	调整后从价税率	其他国家资源税率
煤炭	煤3-5元/吨 焦煤8元/吨	动力煤0.9% 焦炭0.8%	3%-5%	美国12.5%; 南澳大利亚为2.5%
原油	14-30元/吨	3%-6%	3-5%	
天然气	0.007-0.015元/立方米	0.9%-1.9%	5%	
铝土矿	4-10元/吨	2.5%-5%	3%	美国、澳大利亚5%
铜矿	4-8元/吨	5%不到	3%	澳大利亚5%

行业	资源税上升静态对利润影响	实际影响
煤炭	减少15%-20%	全额转移,无影响
采油(气)	减少毛利润8.5%左右	全球定价,不能转移
铝土矿	减少利润276元/吨	全球定价,不能转移
铜矿	减少利润533元/吨	全球定价,不能转移

资料来源：申万研究

三、煤钢有色等上游产能利用率已经很高

	中间商 目前库存	下游行业 目前库存	目前成品价格(不含税)	现金成本 /完全成本	目前产能利用率/ 6月初数据	正常产能 利用率
螺纹钢	远高于去年同期(环比变化不大)	正常 (环比略有上升)		2361/2838	95%/97%	95%
铜	LME库存处于历史较高水平 (环比变化不大)	正常 (环比略有上升)	43590	19000/24000	95%/90%	95%
电解铝	LME库存历史较高水平 (环比上升5%)	正常 (环比略有上升)	12906	10250/11540	80%/75%	95%
铅锌	LME铅较低(环比上升30%) LMI	正常 (环比略有上升)	铅13680 锌14300	铅6880/9500 锌	92%/90%	95%
氮肥	10天, 有上升	正常 (环比上升)	1500	1550/1700	85%/90%	90%
纯碱	正常	正常 (环比略有上升)	1050	1000/1200	85%/80%	100%
PVC	正常	正常 (环比变化不大)	5726	5400/5600	75%/75%	95%
动力煤	正常偏低	16天, 正常库存天数	385	250/350	95%	100%
水泥			309	260/292	80%/80%	83%
玻璃			88元/重量箱	51/65(元/重量箱)	75%/75%	95%
文化纸	回升至历史平均水平 (环比上升)	正常 (环比略有上升)	5813	5050/5350	95%/88%	95%
包装纸	回升至历史平均水平 (环比上升)	正常 (环比略有上升)	5329	4750/5050	93%/85%	95%

三、结论：2010年有机会！

- 市场交易是因为买卖双方观点完全相反，股市能够激发热情也正是在于其不可预测性！
- 关于2010年A股市场的走势，我们可以列举的积极因素可能与消极因素一样多。
- 但结论不能模棱两可，经过权衡，我们谨慎看多2010年A股市场，区间[2700, 4200]，中枢3500。我们将“谨慎”解读为：市场不会出现2008年大幅下挫，也不会出现2009年超级反弹！从做绝对收益的角度看，2010年要防范政策风险

三、看多并不意味着单边上涨

- ✚ 另一个来自历史统计，在各国股灾后，第一每年都表现出大涨，第二年震荡，其主要原因是，大幅下跌后从价值角度本身有上涨要求，
- ✚ 另外政府政策促进上涨，市场估值回复正常，市场情绪也回归正常并有憧憬，但是到了第二年，业绩增长已经被超额预期，整体估值进一步提高难以被投资者忍受，因此市场整体难有单边系统性机会。

三、确定与不确定：消费战略、周期战术

- 全年不能按照防御和进攻思路配置，均衡将是2010配置的主导思想
- 经济处在增长黄金期；市场取决于倚重政策
- 确定的事件：全球经济复苏趋势未变；中国刺激消费的政策强化、消费升级重新加速、政府强势推进低碳经济（高铁和新能源）和城镇化战略
- 不确定的事件：政策退出的时间、力度和方式？出口恢复的程度？通货膨胀的程度？流动性紧缩的程度？美元和大宗商品的走势？

三、行业配置：把钱投在确定性强的地方

- **行业配置1**——基本面和政策面都确定：景气回升和产能限制：超配钢铁、化工
- **行业配置2**——增长确定但受政策实施力度和持续程度不确定：汽车、家电、摩托、轮胎、工程机械、基建施工、建材、医药
- **行业配置3**——行业持续复苏：阶段配置电子、银行、地产、零售和食品饮料（涨价）
- **行业配置4**——通胀预期压力：阶段配置农业、上游
- 盈利空间受外围经济和政策面影响大：低配纺织和造纸；阶段性（选时）配置煤炭（重组）、有色
- **板块配置**——低碳经济（高铁、核能）、城镇化、证券

三、2010年投资策略

- 我们认为2010年市场温和攀升格局，震荡空间不会太大
- 我们当前将市场中枢认定在3500。
- 市场风险：通胀预期压力、大宗和地产投机泡沫、政策超预期紧缩、其他扰动因素
- 没有能够全年贯穿始终的行业配置。