

月度策略

2010 年 3 月 1 日

海通综指年初至今走势

相关研究

《2010 年调结构的投资思路》 20100222

《利空打压后的估值修复—2010 年 2 月 A 股投资策略》 20100129

《总体良好 但存在隐忧—2010 年 1 月份 A 股投资策略》 2010017

《动态估值优势支持股指振荡上行—2009 年 12 月份 A 股投资策略》 20091201

《回归正常化—2010 年年度 A 股投资策略》 20091218

策略高级分析师

张冬云

电话: (021) 23219442

Email: zhangdy@htsec.com

策略分析师

陈瑞明

电话: (021) 23219197

政策预期的摇摆可能伴随系统性的机会与风险

——2010 年 3 月份 A 股投资策略

● **2 月份 A 股市场整体走势呈现弱势盘整格局。**我国定量宽松货币政策提前收紧预期初步形成、国内主要大中城市房地产交易量显著萎缩、新股扩容压力不减、海外股票市场整体走势仍处弱势格局等几项重要不利因素,是导致现阶段 A 股运行趋势表现欠佳的主要诱因。就投资机会角度看,海南板块、西藏板块、重庆板块与新疆板块等区域性投资主题表现最为抢眼,而行业整体性机会、尤其是权重行业机会相对匮乏。

● **宏观调控基调由扩张转向适度紧缩性的市场预期初步形成。**近阶段国务院陆续出台的有关抑制房价的系列政策举措、银行信贷额度受到控制、存款准备金率两度上调、1 月份发行的两期 1 年期央票利率接连上行,预示着宏观调控基调转向迹象初现;房地产价格高企、CPI 显著回升、单季度 GDP 增速过十等是引发宏观调控基调调整的重要诱因;而出口同比增幅改善、城镇固定资产投资增速继续处高位水平、社会消费品零售总额同比增速继续稳健上行、工业增加值与工业生产景气度皆稳步回升等四项重要有利因素则为政策转向提供了基础。

● **宏观经济复苏基础不牢固暗示未来宏观调控政策存在摇摆的可能性,并可能伴随潜在的市场系统性机会与风险。**出口复苏的基础仍不牢固、民间投资内在需求复苏的基础仍不牢固、房地产销量显著萎缩、微观面企业运营成本上升压力再现等因素为我国宏观经济复苏基础欠牢固的具体表现;未来我国 CPI、工业增加值、出口、房地产行业、全球主要经济体宏观经济数据等经济指标的波动,将很可能引发市场对当前我国实施的适度紧缩性宏观调控政策的预期出现摇摆;当主要宏观经济指标数据表现强劲,则紧缩性宏观调控政策预期可能强化,并可能伴随市场系统性风险显现;反之,则市场对紧缩性宏观调控政策的预期可能弱化,并可能伴随市场系统性机会的显现。

● **流动性暂充裕、上市公司业绩增速与估值具弹性为股指可能出现的双向波动提供了基础。**未来我国流动性格局可能有现阶段的相对充裕格局向平衡格局方向转变,但就目前来看,流动性相对充裕的局面暂未发生逆转,我们对现阶段的流动性持谨慎乐观观点;宏观调控基调转向早于市场预期、企业运行成本上行压力再现等因素使得上市公司业绩增速难以达市场预期,自上而下我们首次将沪深 300 指数成份公司 2010 年整体业绩增速由此前的 25.0%小幅下调至 21.3%;2 月末收盘沪深 300 指数以 2009 年业绩计算的加权 PE 不足 19 倍,处合理估值区间内。

● **三月份市场趋势观点:谨慎乐观中警惕不利因素叠加发酵。**目前沪深 300 指数成份公司加权平均 PE 值也不足 17 倍的水平具备长期投资安全边际、资金流动性充裕格局暂未改变、股市政策面偏暖等因素,是支撑我们对市场持谨慎乐观观点的主要基础。不过,我们提请警惕紧缩性宏观调控政策预期可能强化、市场业绩预测一致预期可能下调、海外股票市场波动等因素一旦叠加并发酵,可能给 A 股市场带来潜在回调风险。

● **市场潜在投资机会方面,我们看好调结构下相关受益的主题与行业。**在调结构的几个方向中,我们看好“国内大消费”和“区域振兴”2 大线索;大消费行业基本面长期看好,具备长期持有价值;三月份我们重点看好网络消费、手机支付、电子书等新兴消费板块;区域品种重点看好重庆板块;建议超配证券、银行、地产等行业。

目录

| | |
|--|----|
| 1. 市场走势回顾：2月份全球主要股市普遍宽幅振荡 | 5 |
| 1.1 海外主要股市：2月份普遍呈现宽幅振荡格局..... | 5 |
| 1.2 A股市场：2月份呈现盘整格局..... | 5 |
| 2. 政策预期的摇摆可能伴随系统性的机会与风险..... | 7 |
| 2.1 政策转向适度紧缩性宏观调控的市场预期初步确立 | 7 |
| 2.2 房产价格高企、GDP增速过十、CPI持续上行等引发政策转向..... | 9 |
| 2.3 宏观经济复苏基础不牢固暗示宏观调控政策存在摇摆的可能性 | 10 |
| 2.4 宏观调控政策预期的摇摆可能给市场带来系统性的机会与风险 | 13 |
| 3. 流动性暂充裕、估值与业绩具弹性给股指波动提供基础 | 13 |
| 3.1 货币紧缩暂未改流动性充裕格局给股指向上波动提供了可能 | 13 |
| 3.2 市场整体估值处合理区间给股指可能双向波动提供了基础 | 14 |
| 3.3 新金融创新产品即将诞生增加了短期股指波动的不确定性 | 15 |
| 3.4 上市公司整体业绩增速初显下调风险..... | 18 |
| 3.5 三月份市场趋势观点：谨慎乐观中警惕不利因素叠加发酵 | 19 |
| 4. 配置策略建议：看好“调结构”受益主题与行业 | 19 |
| 4.1 “调结构”的思路看待市场..... | 19 |
| 4.2 “调结构”是2010年的最大命题..... | 20 |
| 4.3 看好国内大消费（新兴消费）、区域振兴（重庆板块） | 21 |
| 4.4 三月份行业配置策略建议..... | 21 |

图目录

| | |
|--|----|
| 图 1 近 12 个月全球代表性成熟股票市场指数走势对比..... | 5 |
| 图 2 近 12 个月全球代表性新兴股票市场指数走势对比..... | 5 |
| 图 3 近一年沪深 300 指数走势与估值变化趋势..... | 6 |
| 图 4 近一年上证综合指数走势与估值变化趋势..... | 6 |
| 图 5 A 股市场 12 个重点区域主题品种今年 2 月份市场累计表现概况..... | 6 |
| 图 6 A 股市场 38 个主要行业今年 2 月份市场累计表现概况..... | 7 |
| 图 7 今年 1 月份发行的 1 年期央票利率两度上行暗示央行引导利率上行意图..... | 8 |
| 图 8 单季 GDP 增速过十后引发经济结构性过热忧虑..... | 9 |
| 图 9 物价持续快速回升成政策转向的重要催化剂..... | 9 |
| 图 10 房地产价格持续过快上涨也是政策转向重要诱因 (%)..... | 9 |
| 图 11 出口增幅向均值回归为政策转向提供基础之一..... | 9 |
| 图 12 固定资产投资处相对高位为政策转向提供基础之二..... | 10 |
| 图 13 消费增速继续处高位为政策转向提供基础之三..... | 10 |
| 图 14 工业增加值持续回升为政策转向提供基础之四..... | 10 |
| 图 15 景气度 PMI 指数已回归至历史均值水平..... | 10 |
| 图 16 美国生产商库存已上升至历史均值附近..... | 11 |
| 图 17 美国工业与制造业产能利用率仍处历史次低位 (%)..... | 11 |
| 图 18 日本工业生产指数存货环比 (季调) 已至高位 (%)..... | 11 |
| 图 19 日本产能利用率仍处历史均值下方水平..... | 11 |
| 图 20 利用外资的城镇固定资产投资资金累计同比仍在下滑..... | 11 |
| 图 21 代表民间投资的固定资产投资完成额同比依然低迷..... | 11 |
| 图 22 我国商品房销售面积概况..... | 12 |
| 图 23 我国房地产新开工面积概况..... | 12 |
| 图 24 上海内环以内住宅单日销售面积单逐渐萎缩 (平方米)..... | 12 |

| | | |
|------|---|----|
| 图 25 | 北京现房住宅单日签约面积开始下滑 (平方米) | 12 |
| 图 26 | 深圳二手房单日成交面积显著萎缩 (平方米) | 12 |
| 图 27 | 武汉商品房单日销售面积已明显萎缩 (平方米) | 12 |
| 图 28 | 货币供应量 M1 与 M2 同比增幅仍处历史高位 (%) | 13 |
| 图 29 | 货币供应量 M1-M2 同比增幅差仍处历史最高位 (%) | 13 |
| 图 30 | 近 25 个月我国月度新增信贷额概况 (亿元) | 14 |
| 图 31 | 近 25 个月我国月度贸易顺差额概况 (亿元) | 14 |
| 图 32 | 沪深 300 指数不同 PE 值对应的点位概况 | 14 |
| 图 33 | 沪深 300 指数不同 PB 值对应的点位概况 | 14 |
| 图 34 | 沪深 300 指数中金融+石油共 30 家成份公司与其它 270 家成份公司历史 PE (倍) | 15 |
| 图 35 | 海外股票市场中期上涨阶段推出期指前、后 45 个交易日相应股指走势表现 | 17 |
| 图 36 | 海外股票市场平衡市阶段推出期指前、后 45 个交易日相应股指走势表现 | 17 |
| 图 37 | 海外股票市场中期下跌阶段推出期指前、后 45 个交易日相应股指走势表现 | 17 |
| 图 38 | 沪深 300 指数 2010 年净利润一致预期变化趋势 (YOY) | 18 |
| 图 39 | 沪深 300 指数 2010 年收入一致预期变化趋势 (YOY) | 18 |

表目录

| | | |
|-----|--|----|
| 表 1 | 自 2009 年 3 月份以来全球主要股票市场指数累计表现概况 (%) | 5 |
| 表 2 | 我国大型银行金融机构存款准备金率历史变动概况 | 7 |
| 表 3 | 自 1990 年以来至今我国银行存贷款利率变动概况 (%) | 8 |
| 表 4 | 中金所挂牌成立以来我国股指期货大事记 | 15 |
| 表 5 | 海外市场重要股指期货标的的名称与推出日期 | 16 |
| 表 6 | 沪深 300 指数今年各季度归属母公司股东的净利润概况 | 18 |
| 表 7 | 沪深 300 指数近 10 个季度加权平均 ROE 概况 (%) | 18 |
| 表 8 | 沪深 300 指数 2010 年不同 ROE 水平下对应的归属母公司股东的净利润增速 | 19 |
| 表 9 | 2010 年 3 月份 A 股行业配置策略建议 | 22 |

1. 市场走势回顾：2月份全球主要股市普遍宽幅振荡

1.1 海外主要股市：2月份普遍呈现宽幅振荡格局

今年2月份，全球主要代表性股票市场普遍呈现宽幅振荡格局。统计数据显示，截至2月26日收盘，美国标普500指数、日经225指数、香港恒生指数与孟买Sensex30指数等当月收盘累计涨跌幅基本都在±3%的窄幅区间上下，但盘中累计最高振荡幅度普遍接近10%。

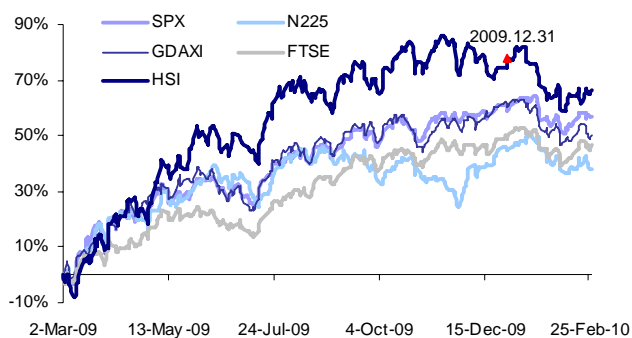
我们认为，美元汇率出现阶段性反弹引发的全球主要大宗商品价格大幅波动、希腊债务危机、市场对全球主要经济体的央行可能逐步回收定量宽松货币政策等预期有所加强等重要不确定性因素的存在，是引发全球主要代表性股票市场在2月份出现大幅振荡行情的主要诱因。

表 1 自 2009 年 3 月份以来全球主要股票市场指数累计表现概况 (%)

| | SPX | N225 | GDAXI | FTSE | 恒生指数 HSI | 恒生中国 HSCEI | 沪深 300 | SENSEX30 | IBOVESPA | RTS |
|---------|------|------|-------|------|----------|------------|--------|----------|----------|-------|
| 2 月份 | 2.9 | -0.7 | -0.2 | 3.2 | 1.3 | -0.8 | 2.3 | 0.8 | 1.4 | -4.8 |
| 今年前两月 | -1.0 | -4.0 | -6.0 | -1.1 | -6.8 | -9.8 | -8.2 | -5.9 | -3.0 | -3.8 |
| 近 3 个月 | 0.8 | 8.4 | -0.5 | 3.2 | -6.6 | -11.1 | -6.5 | -2.9 | -1.0 | 1.1 |
| 近 6 个月 | 8.2 | -3.5 | 2.6 | 9.1 | 3.3 | 2.4 | 15.9 | 4.9 | 17.7 | 30.4 |
| 近 12 个月 | 57.6 | 39.1 | 50.9 | 47.7 | 65.4 | 75.4 | 51.6 | 90.9 | 83.5 | 157.8 |

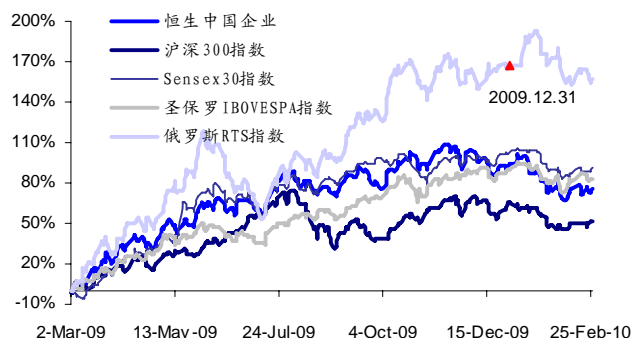
资料来源：WIND 资讯（数据截止日期 2010 年 2 月 26 日）

图 1 近 12 个月全球代表性成熟股票市场指数走势对比



资料来源：海通证券研究所（数据截止日期 2010 年 2 月 26 日）

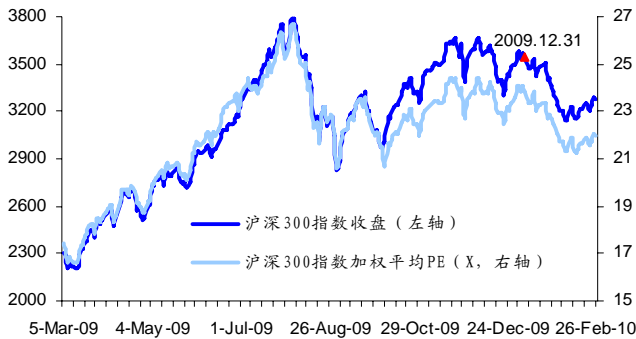
图 2 近 12 个月全球代表性新兴股票市场指数走势对比



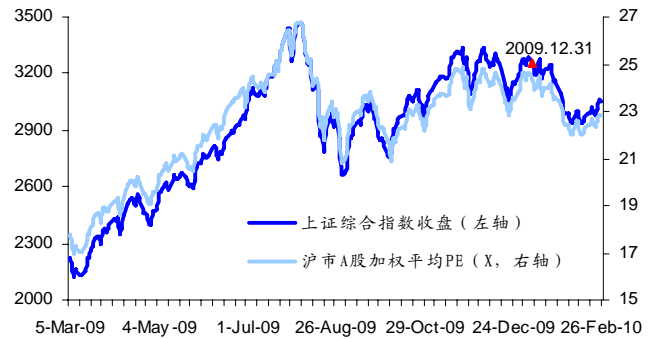
资料来源：海通证券研究所（数据截止日期 2010 年 2 月 26 日）

1.2 A 股市场：2 月份呈现盘整格局

受我国定量宽松货币政策提前收紧预期初步形成、国内主要大中城市房地产交易量持续显著萎缩、新股扩容（包括新股 IPO 与二级市场再融资）压力不减、海外主要代表性股票市场整体走势仍处弱势格局等几项重要不利因素影响，A 股市场继 1 月份出现较显著振荡调整行情之后，2 月份 A 股市场整体走势呈现弱势盘整格局，上证综合指数当月基本围绕 3000 点整数关口上下窄幅振荡，同期沪深 300 指数成份公司以 TTM 方式计算的整体加权平均 PE 基本维持在 22 倍以下的相对低位水平。

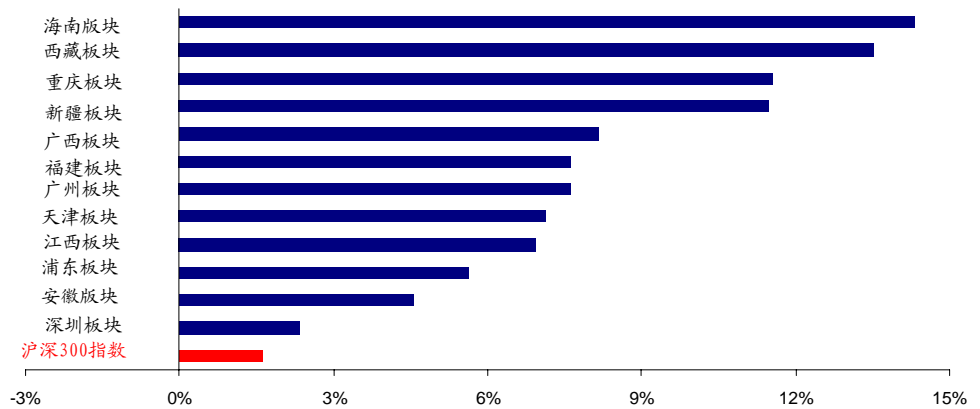
图 3 近一年沪深 300 指数走势与估值变化趋势


资料来源：海通证券研究所（数据截止日期 2010 年 2 月 26 日）

图 4 近一年上证综合指数走势与估值变化趋势


资料来源：海通证券研究所（数据截止日期 2010 年 2 月 26 日）

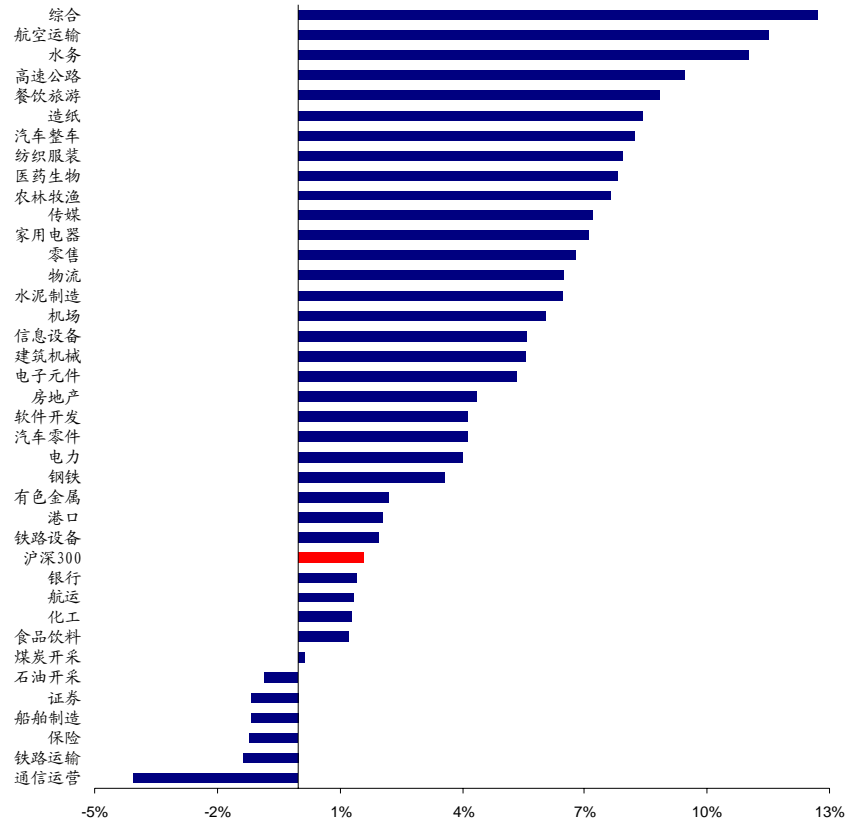
尽管 2 月份 A 股市场整体走势表现相对疲软，但盘中市场热点却异常活跃，尤其是区域性投资主题表现最为抢眼，截至 2 月 26 日，海南板块、西藏板块、重庆板块与新疆板块股票等当月加权平均（以流通市值加权）累计绝对正收益分别高达 14.3%、13.5%、11.5%与 11.5%，较同期沪深 300 指数小幅上涨 1.6%获得了非常显著的超额收益，此外，广西板块、广州板块、福建板块与泛浦东板块同期也出现了较显著的绝对正收益与相对正收益。

图 5 A 股市场 12 个重点区域主题品种今年 2 月份市场累计表现概况


资料来源：WIND 资讯（数据截止日期 2010 年 2 月 26 日）

不过，与众多区域性主题投资品种走势异常活跃不同的是，2 月份 A 股市场行业整体性的投资机会相对匮乏，当月市场表现位居各行业涨幅榜前列的行业板块多为去年跑输指数的板块类股票，如水务板块、餐饮旅游板块、高速公路板块、机场管理板块等在 2 月份的行情中走势表现相对强劲，而通信运营板块、船舶制造板块、铁路运输板块、证券板块、石油开采板块、化工板块、保险板块与煤炭板块等在截至 2 月 26 日的行情中普遍出现了近 2% 的负绝对收益，此外，银行板块与钢铁板块等其它权重板块在 2 月份的行情中走势表现基本同步于指数。

图6 A股市场38个主要行业今年2月份市场累计表现概况



资料来源: WIND 资讯 (数据截止日期 2010年2月26日)

2. 政策预期的摇摆可能伴随系统性的机会与风险

2.1 政策转向适度紧缩性宏观调控的市场预期初步确立

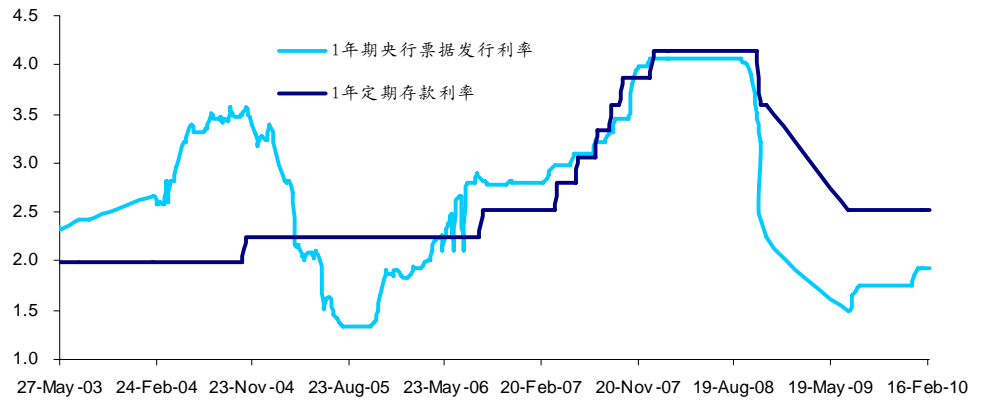
有别于2009年扩张性的宏观调控政策预期,我们认为,近阶段国务院陆续出台的有抑制房价的系列政策举措,如2009年年末宣布“房屋持有期从2年恢复到5年,不足5年转手交易的按其转售收入征收5%营业税;全国的土地购买交易最低首付从20%~30%提高到50%等”;1月10日,国务院发布了《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》;央行先后于今年1月12日、2月12日两度宣布大型银行金融机构存款准备金率各上调0.5个百分点至16.0%与16.5%,以及央行先后于今年1月12日、1月19日发行的两期1年期央票利率上行,预示着政策转向防止经济结构性过热的意图初步确立。

表2 我国大型银行金融机构存款准备金率历史变动概况

| 调整日期 | 准备金率 | 调整日期 | 准备金率 | 调整日期 | 准备金率 | 调整日期 | 准备金率 |
|------------|------|------------|------|------------|------|------------|------|
| 1985-01-01 | 10.0 | 2006-08-15 | 8.5 | 2007-09-25 | 12.5 | 2008-06-15 | 17.0 |
| 1987-01-01 | 12.0 | 2006-11-15 | 9.0 | 2007-10-25 | 13.0 | 2008-06-25 | 17.5 |
| 1988-01-01 | 13.0 | 2007-01-15 | 9.5 | 2007-11-26 | 13.5 | 2008-10-15 | 17.0 |
| 1998-03-21 | 8.0 | 2007-02-25 | 10.0 | 2007-12-25 | 14.5 | 2008-12-05 | 16.0 |
| 1999-11-21 | 6.0 | 2007-04-16 | 10.5 | 2008-01-25 | 15.0 | 2008-12-25 | 15.5 |
| 2003-09-21 | 7.0 | 2007-05-15 | 11.0 | 2008-03-25 | 15.5 | 2010-01-18 | 16.0 |
| 2004-04-25 | 7.5 | 2007-06-05 | 11.5 | 2008-04-25 | 16.0 | 2010-02-25 | 16.5 |
| 2006-07-05 | 8.0 | 2007-08-15 | 12.0 | 2008-05-20 | 16.5 | N/A | N/A |

资料来源: WIND 资讯

图7 今年1月份发行的1年期央票利率两度上行暗示央行引导利率上行意图



资料来源: WIND 资讯 (数据截止日期 2010 年 2 月 28 日)

表 3 自 1990 年以来至今我国银行存贷款利率变动概况 (%)

| 调整时间 | 活期存款 | 定期存款 | | | | | | 贷款 | | | | |
|------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | | 三个月 | 半年 | 一年 | 二年 | 三年 | 五年 | 六个月以内 | 六个月至一年 | 一至三年 | 三至五年 | 五年以上 |
| 1990.04.15 | 2.88 | 6.3 | 7.74 | 10.08 | 10.98 | 11.88 | 13.68 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 1990.08.21 | 2.16 | 4.32 | 6.48 | 8.64 | 9.36 | 10.08 | 11.52 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 1991.04.21 | 1.8 | 3.24 | 5.4 | 7.56 | 7.92 | 8.28 | 9 | 8.1 | 8.64 | 9 | 9.54 | 9.72 |
| 1993.05.15 | 2.16 | 4.86 | 7.2 | 9.18 | 9.9 | 10.8 | 12.06 | 8.82 | 9.36 | 10.8 | 12.06 | 12.24 |
| 1993.07.11 | 3.15 | 6.66 | 9 | 10.98 | 11.7 | 12.24 | 13.86 | 9 | 10.98 | 12.24 | 13.86 | 14.04 |
| 1995.01.01 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 9 | 10.98 | 12.96 | 14.58 | 14.76 |
| 1995.07.01 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 10.08 | 12.06 | 13.5 | 15.12 | 15.3 |
| 1996.05.01 | 2.97 | 4.86 | 7.2 | 9.18 | 9.9 | 10.8 | 12.06 | 9.72 | 10.98 | 13.14 | 14.94 | 15.12 |
| 1996.08.23 | 1.98 | 3.33 | 5.4 | 7.47 | 7.92 | 8.28 | 9 | 9.18 | 10.08 | 10.98 | 11.7 | 12.42 |
| 1997.10.23 | 1.71 | 2.88 | 4.14 | 5.67 | 5.94 | 6.21 | 6.66 | 7.65 | 8.64 | 9.36 | 9.9 | 10.53 |
| 1998.03.25 | 1.71 | 2.88 | 4.14 | 5.22 | 5.58 | 6.21 | 6.66 | 7.02 | 7.92 | 9 | 9.72 | 10.35 |
| 1998.07.01 | 1.44 | 2.79 | 3.96 | 4.77 | 4.86 | 4.95 | 5.22 | 6.57 | 6.93 | 7.11 | 7.65 | 8.01 |
| 1998.12.07 | 1.44 | 2.79 | 3.33 | 3.78 | 3.96 | 4.14 | 4.5 | 6.12 | 6.39 | 6.66 | 7.2 | 7.56 |
| 1999.06.10 | 0.99 | 1.98 | 2.16 | 2.25 | 2.43 | 2.7 | 2.88 | 5.58 | 5.85 | 5.94 | 6.03 | 6.21 |
| 2002.02.21 | 0.72 | 1.71 | 1.89 | 1.98 | 2.25 | 2.52 | 2.79 | 5.04 | 5.31 | 5.49 | 5.58 | 5.76 |
| 2004.10.29 | 0.72 | 1.71 | 2.07 | 2.25 | 2.7 | 3.24 | 3.6 | 5.22 | 5.58 | 5.76 | 5.85 | 6.12 |
| 2006.04.28 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 5.4 | 5.85 | 6.03 | 6.12 | 6.39 |
| 2006.08.19 | 0.72 | 1.8 | 2.25 | 2.52 | 3.06 | 3.69 | 4.14 | 5.58 | 6.12 | 6.3 | 6.48 | 6.84 |
| 2007.03.18 | 0.72 | 1.98 | 2.43 | 2.79 | 3.33 | 3.96 | 4.41 | 5.67 | 6.39 | 6.57 | 6.75 | 7.11 |
| 2007.05.19 | 0.72 | 2.07 | 2.61 | 3.06 | 3.69 | 4.41 | 4.95 | 5.85 | 6.57 | 6.75 | 6.93 | 7.2 |
| 2007.07.21 | 0.81 | 2.34 | 2.88 | 3.33 | 3.96 | 4.68 | 5.22 | 6.03 | 6.84 | 7.02 | 7.2 | 7.38 |
| 2007.08.22 | 0.81 | 2.61 | 3.15 | 3.6 | 4.23 | 4.95 | 5.49 | 6.21 | 7.02 | 7.2 | 7.38 | 7.56 |
| 2007.09.15 | 0.81 | 2.88 | 3.42 | 3.87 | 4.5 | 5.22 | 5.76 | 6.48 | 7.29 | 7.47 | 7.65 | 7.83 |
| 2007.12.21 | 0.72 | 3.33 | 3.78 | 4.14 | 4.68 | 5.4 | 5.85 | 6.57 | 7.47 | 7.56 | 7.74 | 7.83 |
| 2008.09.16 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 6.21 | 7.2 | 7.29 | 7.56 | 7.74 |
| 2008.10.09 | 0.72 | 3.15 | 3.51 | 3.87 | 4.41 | 5.13 | 5.58 | 6.12 | 6.93 | 7.02 | 7.29 | 7.47 |
| 2008.10.30 | 0.72 | 2.88 | 3.24 | 3.6 | 4.14 | 4.77 | 5.13 | 6.03 | 6.66 | 6.75 | 7.02 | 7.2 |
| 2008.11.27 | 0.36 | 1.98 | 2.25 | 2.52 | 3.06 | 3.6 | 3.87 | 5.04 | 5.58 | 5.67 | 5.94 | 6.12 |
| 2008.12.23 | 0.36 | 1.71 | 1.98 | 2.25 | 2.79 | 3.33 | 3.6 | 4.86 | 5.31 | 5.4 | 5.76 | 5.94 |

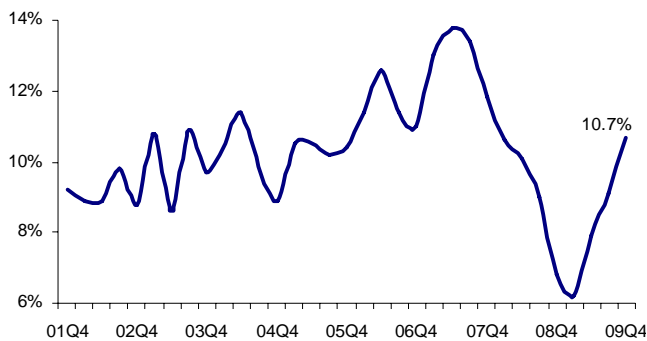
资料来源: WIND 资讯

2.2 房产价格高企、GDP增速过十、CPI持续上行等引发政策转向

我们认为，以下三项重要因素是促使中央政策转向防止经济结构性过热的主要诱因，其一，2009年第四季度我国GDP增速已再次上升至两位数的较高增长水平，达到10.7%，为自2008年第一季度以来的连续八个季度的最高增长水平，且今年第一季度我国GDP增速维持两位数的增长水平依然是大概率事件，为防止经济出现结构性过热风险，政策“转身”在时间上保持适度的前瞻性无疑有其必要性。

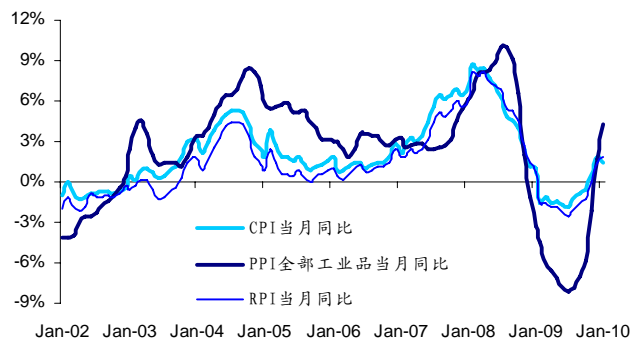
其二，我国CPI同比增速于去年11月份由负转正之后，近几个月CPI增速已显著上升，去年12月份CPI同比增幅高达1.9%，鉴于去年2月份至去年7月份CPI基数为全年最低区间，期间连续6个月CPI同比增幅都低于-1.2%，因此，考虑到低基数的因素，今年2月至7月期间的部分单个月我国CPI同比增幅上行压力较大，这也是促使宏观经济政策转向的另一关键性诱因。

图8 单季GDP增速过十后引发经济结构性过热忧虑



资料来源：海通证券研究所

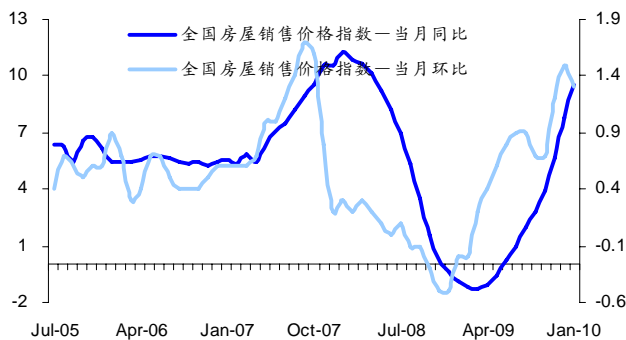
图9 物价持续快速回升成政策转向的重要催化剂



资料来源：海通证券研究所

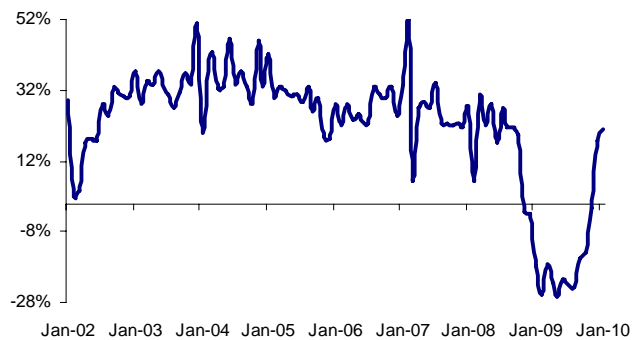
其三，以房地产为代表的国内资产价格持续高企也是迫使宏观经济政策转向的另一重要关键性诱因。2009年国内主要大中城市商品房销售价格与土地价格普遍显著上涨，2010年1月份当月我国70个大中城市房地产销售价格同比增幅与环比增幅分别高达9.5%与1.3%，处于近十年以来的历史次高位涨幅水平。

图10 房地产价格持续过快上涨也是政策转向重要诱因(%)



资料来源：海通证券研究所

图11 出口增幅向均值回归为政策转向提供基础之一



资料来源：海通证券研究所

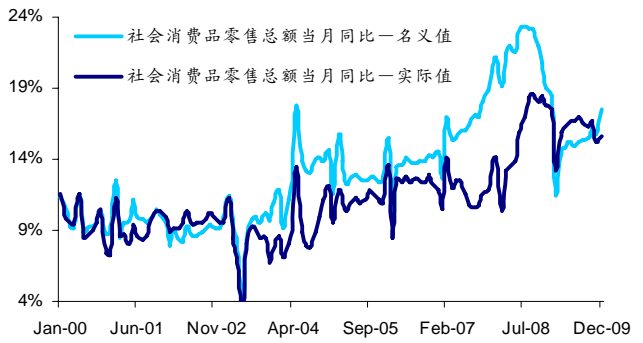
与此同时，我国出口同比增幅已逐渐回归至历史均值水平、城镇固定资产投资增速继续处高位水平、社会消费品零售总额同比增速继续稳健上行、工业增加值与工业生产景气度皆稳步回升等四项重要有利因素则为政策转向提供了基础。

图 12 固定资产投资处相对高位为政策转向提供基础之二



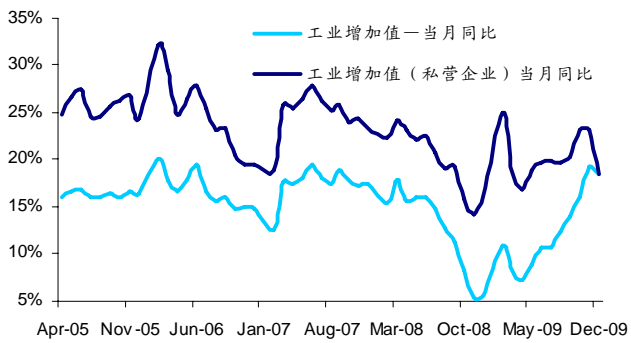
资料来源：海通证券研究所

图 13 消费增速继续处高位为政策转向提供基础之三



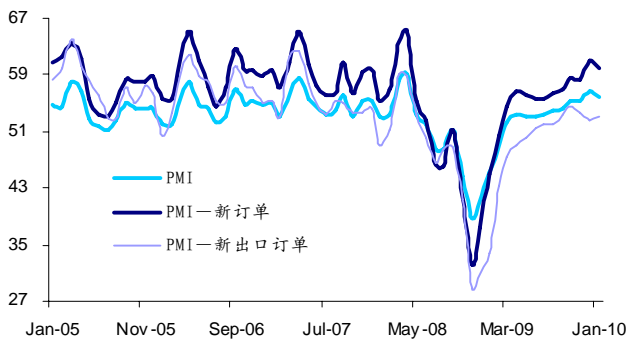
资料来源：海通证券研究所

图 14 工业增加值持续回升为政策转向提供基础之四



资料来源：海通证券研究所

图 15 景气度 PMI 指数已回归至历史均值水平



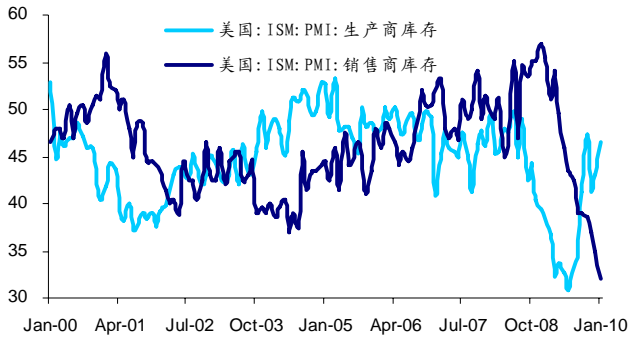
资料来源：海通证券研究所

2.3 宏观经济复苏基础不牢固暗示宏观调控政策存在摇摆的可能性

尽管自 2009 年第二季度以来我国 GDP 增速持续显著回升，但我国宏观经济复苏的基础仍不牢固是市场共识。我们认为，当前阶段我国宏观经济复苏的基础不牢固主要表现在以下几个重要方面。

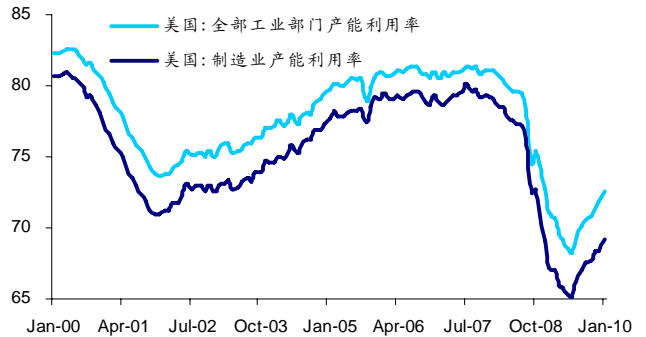
其一，我国出口复苏的基础仍不牢固。以美国为代表的发达经济体自去年第二季度起陆续进入补库存阶段至今的时间跨度已接近四个季度，从历史经验数据看，主要发达经济体本轮补库存阶段自今年第二季度起存在陆续结束的可能性，再加上希腊主权债务危机等尚未结束等不利因素，因此，未来时间段我国出口同比增幅此前的回升势头存在波动的可能性。

图 16 美国生产商库存已上升至历史均值附近



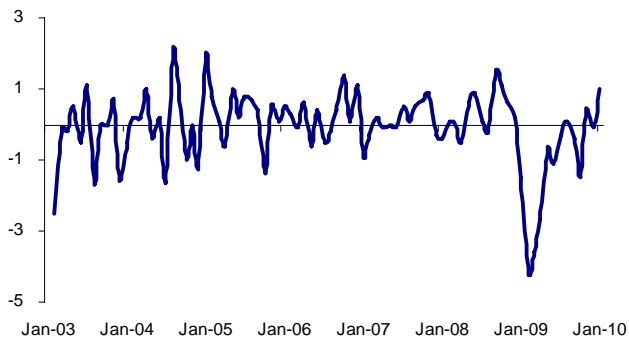
资料来源：海通证券研究所

图 17 美国工业与制造业产能利用率仍处历史次低位 (%)



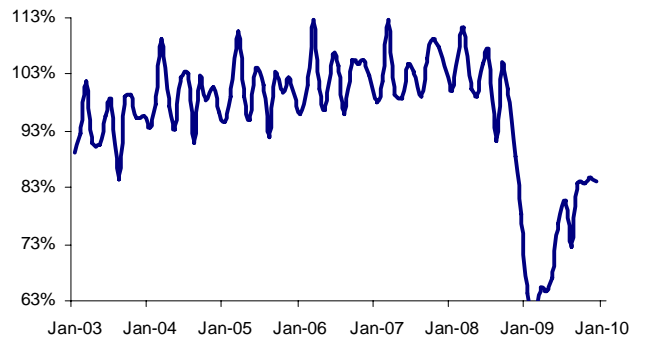
资料来源：海通证券研究所

图 18 日本工业生产指数存货环比(季调)已至高位 (%)



资料来源：海通证券研究所

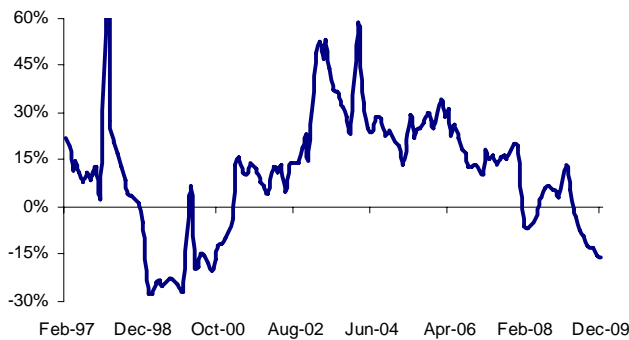
图 19 日本产能利用率仍处历史均值下方水平



资料来源：海通证券研究所

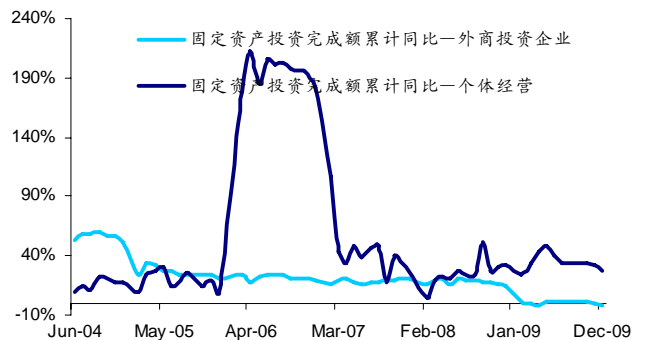
其二，我国民间投资内在需求复苏的基础仍不牢固。统计数据显示，伴随去年 4 万亿元经济刺激计划实施效果的显现，尽管涵盖民间投资需求的房地产固定资产投资与房地产投资新开工面积均已显著改善，但城镇固定资产投资中来源于外资的资金累计同比数据依然不佳，民间投资中的另一典型代表即个体经营户的固定资产投资完成额累计同比近半年的数据同样难以乐观，显示未来阶段我国民间投资内在需求仍然存在波动的可能性。

图 20 利用外资的城镇固定资产投资资金累计同比仍在下滑



资料来源：海通证券研究所

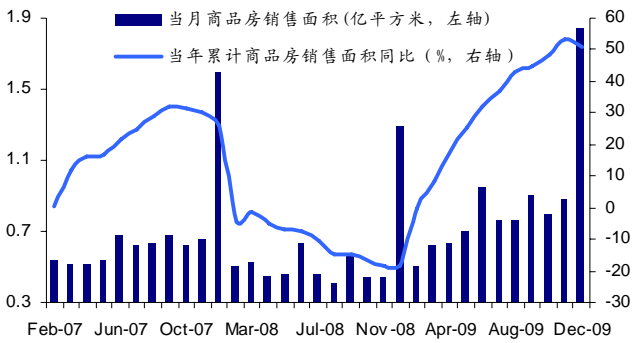
图 21 代表民间投资的固定资产投资完成额同比依然低迷



资料来源：海通证券研究所

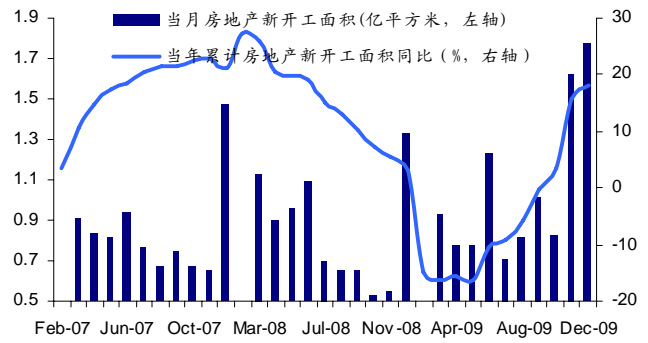
其三，房地产销量显著萎缩成为宏观经济复苏基础不牢固的新增不利因素。伴随2009年底我国宏观经济政策转向紧缩性预期的逐渐确立，2010年的前两个月国内一线城市现房单日销售面积同比与环比均陆续开始萎缩，这势必会对当前我国房地产新开工面积、房地产固定资产投资所呈现的改善趋势形成考验，而作为我国重要的支柱产业之一、超长的产业链，房地产行业发展景气度预期逐渐转为谨慎，无疑给我国宏观经济复苏的延续带来了新的不确定性因素。

图 22 我国商品房销售面积概况



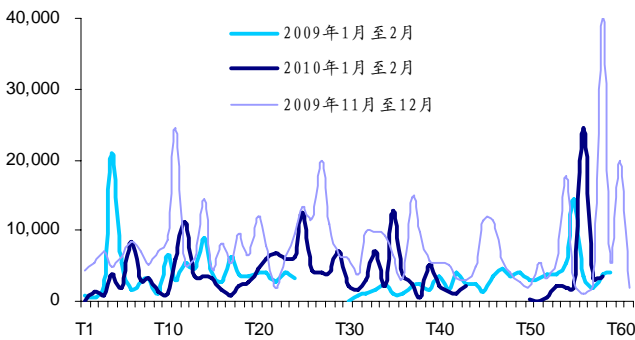
资料来源：海通证券研究所

图 23 我国房地产新开工面积概况



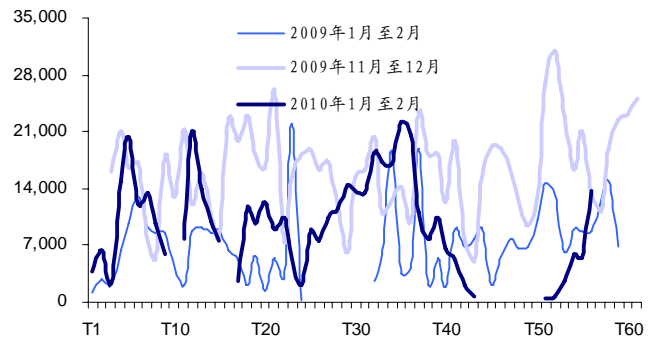
资料来源：海通证券研究所

图 24 上海内环以内住宅单日销售面积单逐渐萎缩（平方米）



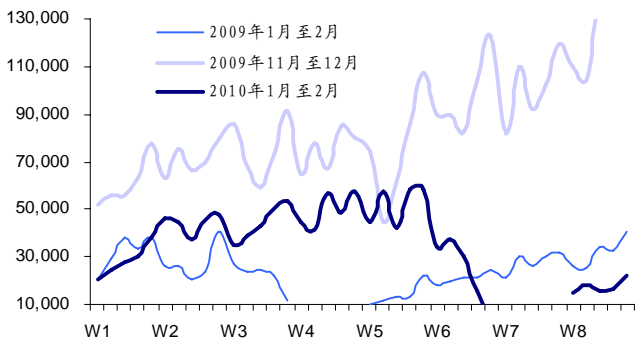
资料来源：海通证券研究所

图 25 北京现房住宅单日签约面积开始下滑（平方米）



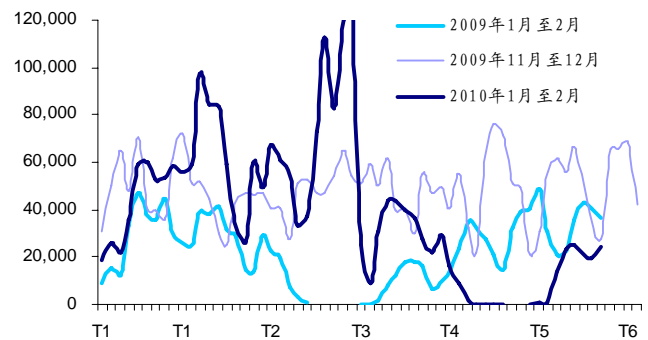
资料来源：海通证券研究所

图 26 深圳二手房单日成交面积显著萎缩（平方米）



资料来源：海通证券研究所

图 27 武汉商品房单日销售面积已明显萎缩（平方米）



资料来源：海通证券研究所

其四，微观面企业运营成本上升压力再现也是宏观经济复苏基础不牢固的另一重要不利因素。全球原油价格持续维持在偏高水平、水电煤等生产资料价格上行压力不减、国内房地产价格继续高企、近阶段沿海发达城市出现的“民工荒”现象所折射的企业人力成本上行压力等重要因素，预示着从微观层面角度看，未来国内企业运营成本可能普遍面临上升压力，并对国内附加值不高的劳动密集型企业在全球范围内的竞争力构成新的考验，这同样成为我国宏观经济复苏基础不牢固的新一项重要不利因素。

2.4 宏观调控政策预期的摇摆可能给市场带来系统性的机会与风险

我们认为，在未来一段时间内，我国CPI同比增幅、规模以上工业增加值同比数据、外贸出口同比增幅、房地产销售面积与销售价格、全球主要经济体宏观经济数据等主要宏观经济指标的波动，将很可能引发市场对当前我国实施的适度紧缩性宏观调控政策的预期出现摇摆，一方面，当主要宏观经济指标数据继续表现强劲，则市场对紧缩性宏观调控政策的预期可能强化，并可能伴随市场系统性风险的显现；另一方面，当主要宏观经济指标数据表现有所回软时，则市场对紧缩性宏观调控政策的预期可能弱化，并可能伴随市场系统性机会的显现。

银行信贷规模控制的力度、银行存款准备金率变动节奏、土地交易与商品房交易、房地产上市企业再融资政策、发改委对固定资产投资新项目的审批节奏等政策手段的可能双向适时适度调整，则应是宏观调控政策出现摇摆的重要信号。

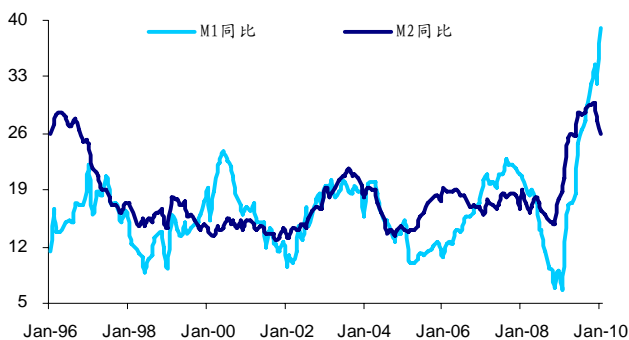
此外，在主要宏观经济指标数据普遍尚未显现回软迹象之前，我们对即将于今年三月份中旬召开的“两会”有关宏观经济政策面期望持中性观点。

3. 流动性暂充裕、估值与业绩具弹性给股指波动提供基础

3.1 货币紧缩暂未改流动性充裕格局给股指向上波动提供了可能

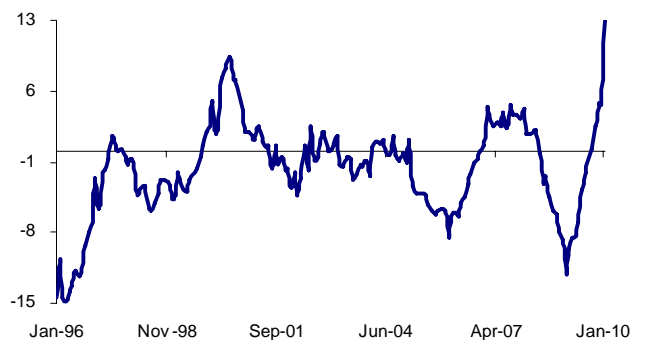
统计数据显示，截止今年1月份我国货币供应量M1同比、M2同比、M1同比-M2同比之差等反映资金充裕状况的货币供应量相关重要指标仍处历史最高位或次高位，显示扩张性宏观调控政策的提前退出暂未引发资金流动性相对充裕的格局出现显著改变。

图 28 货币供应量 M1 与 M2 同比增幅仍处历史高位 (%)



资料来源：海通证券研究所

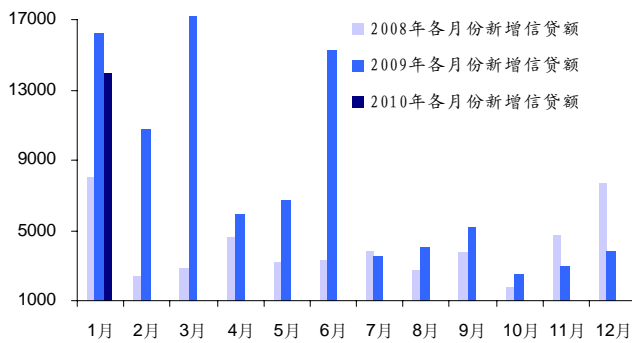
图 29 货币供应量 M1-M2 同比增幅差仍处历史最高位 (%)



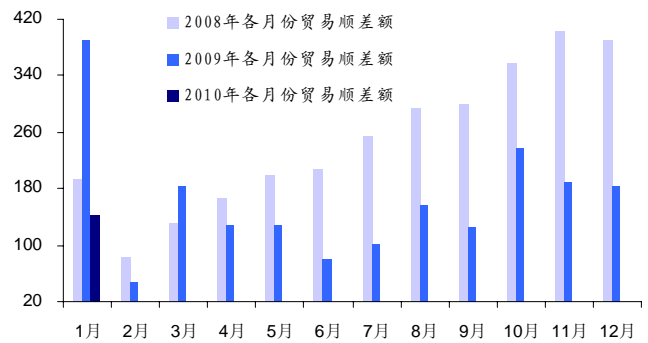
资料来源：海通证券研究所

从未来货币供给的角度看，尽管银行新增信贷规模已受到政策面的控制，但近几个月我国月度新增信贷额仍处历史次高位水平，月度贸易顺差额绝对值依然处不低的水平，未来人民币升值预期可能引发的外资流入倾向等因素的存在，意味着未来一段时间内我国货币供给整体相对宽松的格局暂不会改变；从货币需求的角度看，未来时间CPI存在的

潜在上行压力、我国名义GDP增速可能继续不断抬升等因素的存在，可能使得实体经济对货币需求将会不断上升，此外，上市公司潜在再融资压力与新股IPO节奏可能依然相对较快，也意味着资本市场对货币的潜在需求还将维持在较高的水平；因此，总体而言，未来我国流动性格局可能有现阶段的相对充裕格局向平衡格局方向转变，但就目前来看，流动性相对充裕的局面暂未发生逆转，我们对现阶段的流动性格局谨慎乐观观点。

图 30 近 25 个月我国月度新增信贷额概况 (亿元)


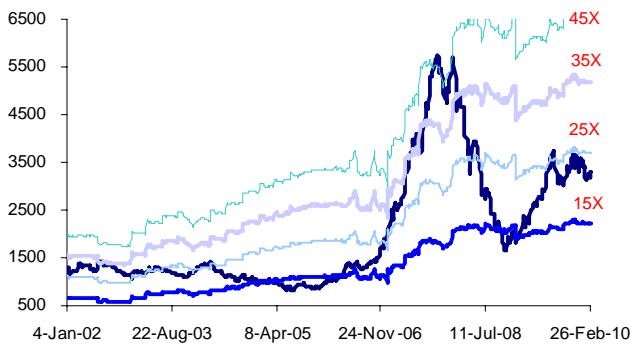
资料来源：海通证券研究所

图 31 近 25 个月我国月度贸易顺差额概况 (亿元)


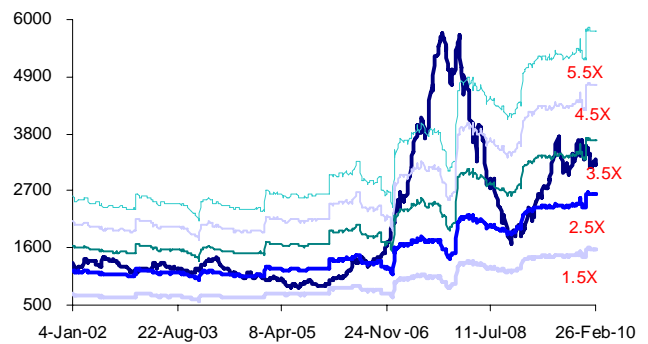
资料来源：海通证券研究所

3.2 市场整体估值处合理区间给股指可能双向波动提供了基础

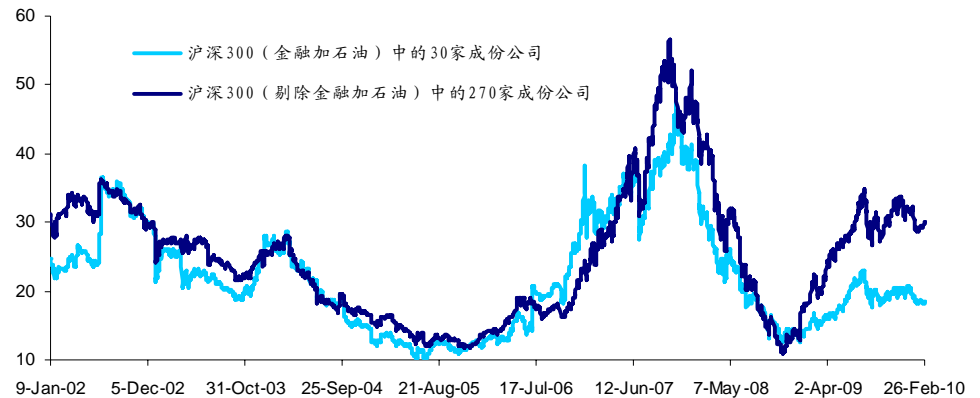
统计数据显示，截止 2 月 26 日收盘，沪深 300 指数以 TTM 方式计算的加权平均 PE 值约为 21.9 倍，其中沪深 300 指数中的 28 家金融公司与 2 家石油开采公司以 TTM 方式计算的加权平均 PE 值约为 18.5 倍，处在其历史估值次低位水平；沪深 300 指数中剔除 28 家金融公司与 2 家石油开采公司之外的其它 270 家成份公司以 TTM 方式计算的加权平均 PE 值约为 30.1 倍，略高于其历史估值中枢水平，这给未来时间段股指可能出现的双向波动提供了可能性。

图 32 沪深 300 指数不同 PE 值对应的点位概况


资料来源：海通证券研究所 (数据参考截止日期：2010 年 2 月 26 日)

图 33 沪深 300 指数不同 PB 值对应的点位概况


资料来源：海通证券研究所 (数据参考截止日期：2010 年 2 月 26 日)

图 34 沪深 300 指数中金融+石油共 30 家成份公司与其它 270 家成份公司历史 PE (倍)


资料来源: WIND 资讯 (数据截止日期 2010 年 2 月 26 日)

3.3 新金融创新产品即将诞生增加了短期股指波动的不确定性

各种迹象表明,融资融券、股指期货等金融创新品种正式推出前的各种前期准备工作步伐明显快于市场预期,今年三月下旬至四月份将是上述重要金融创新产品正式推出的重要敏感时间段。

表 4 中金所挂牌成立以来我国股指期货大事记

| 日期 | 大事简介 |
|----------|--|
| 20100222 | 股指期货开户工作全面启动 |
| 20100220 | 中国证监会宣布已正式批复中国金融期货交易所的沪深 300 股指期货合约;同日中金所公布了 10 份重要制度,包括《交易规则》、《违规违约处理办法》、《沪深 300 股指期货合约》、《交易细则》、《结算细则》、《结算会员结算业务细则》、《会员管理办法》、《信息管理办法》、《风险控制管理办法》、《套期保值管理办法》。 |
| 20100220 | 沪深交易所分别正式发布《关于融资融券业务试点初期标的证券名单与可充抵保证金证券范围的通知》 |
| 20100210 | 上海证券交易所向会员单位发布《关于启用融资融券业务相关证券代码的通知》 |
| 20100108 | 国务院原则上同意推出股指期货与融资融券业务试点 |
| 20080618 | 获批 IB 资格牌照的券商增至 21 家 |
| 20071228 | 首张股指期货 IB 资格牌照出台 |
| 20071028 | 四公司获金融期货第二批全面结算牌照 |
| 20071022 | 中金所首批两家全面结算会员出炉 |
| 20071018 | 《中国金融期货交易所金融期货业务系统技术指引》发布并实施 |
| 20070906 | 国泰君安期货经纪有限公司与南华期货经纪有限公司双双获得中国证监会批准,成为首批获得金融期货全面结算业务资格的期货公司 |
| 20070813 | 股票和股指期货跨市场监管体制确立 |
| 20070627 | 《中国金融期货交易所交易规则》、《中国金融期货交易所违规违约处理办法》、《中国金融期货交易所交易细则》、《中国金融期货交易所结算细则》、《中国金融期货交易所结算会员结算业务细则》、《中国金融期货交易所会员管理办法》、《中国金融期货交易所信息管理办法》、《中国金融期货交易所风险控制管理办法》、《中国金融期货交易所套期保值管理办法》发布并实施 |
| 20070425 | 期货公司金融期货经纪业务牌照正式申请启动 |
| 20070423 | 证监会出台《期货公司金融期货结算业务试行办法》、《证券公司为期货公司提供中间介绍业务试行办法》、《期货公司风险监管指标管理试行办法》三项法规 |
| 20070413 | 中国证监会发布《期货交易所管理办法》和《期货公司管理办法》,并于 2007 年 4 月 15 日起实施 |
| 20070407 | 《期货公司金融期货结算业务管理暂行办法》、《期货公司风险监管指标管理暂行办法》和《证券公司为期货提供中间介绍业务管理暂行办法》草案公布 |
| 20070330 | 证监会发布《期货交易所管理办法(修订草案)》和《期货公司管理办法(修订草案)》 |
| 20070317 | 国务院总理温家宝签署第 489 号国务院令,公布《期货交易管理条例》,条例自 2007 年 4 月 15 日起施行 |
| 20060908 | 中国金融期货交易所成立并在上海挂牌 |

资料来源:海通证券研究所整理

作为一种套期保值、套利交易的常用工具，股指期货至今仅约有 29 年的发展历史。股指期货最早诞生在美国。20 世纪 70 年代，随着布林顿森林体系的解体，汇率、油价大幅震荡，受此影响，全球股票市场经历了战后最严重的一次危机，道琼斯指数跌幅在 1973-74 年的股市下跌中超过了 50%。人们意识到在股市下跌时没有恰当的金融工具来对冲风险。1982 年 2 月，美国堪萨斯交易所率先推出了价值线指数期货(VLF)。

股指期货一诞生便迅速取得的空前成功，使得股指期货成为全球各大金融市场竞相开发的交易品种。迄今为止，除中国大陆外，世界 GDP 排名前 20 的国家和地区，都已拥有自己的股指期货。

表 5 海外市场重要股指期货标的名称与推出日期

| 指数期货标的名称 | 推出日期 | 期指推出阶段股指所处运行趋势 |
|-------------------------|------------|----------------|
| 标准普尔 500 指数 | 1982.04.21 | 中期下跌趋势 |
| 伦敦金融时报 100 指数 | 1984.05.03 | 中期平衡趋势 |
| 香港恒生指数 | 1986.05.06 | 中期平衡趋势 |
| 日经 225 指数 | 1986.09.03 | 中期上涨趋势 |
| 多伦多指数 | 1987.05.12 | 中期上涨趋势 |
| 巴黎 CAC 40 指数 | 1988.11.09 | 中期上涨趋势 |
| 德国 DAX 指数 | 1990.11.23 | 中期下跌趋势 |
| 韩国 KOSPI 200 指数 | 1996.05.03 | 中期下跌趋势 |
| 台湾加权指数 TWSE | 1998.07.21 | 中期下跌趋势 |
| 印度 NIFTY 期指 | 2000.06.11 | 中期下跌趋势 |
| 恒生中国企业 32 指数 (H 股) | 2003.12.08 | --- |
| 新华富时中国 25 指数 (H 股 + 红筹) | 2005.05.23 | --- |
| 芝加哥 CBOE 中国 20 指数 (N 股) | 2004.10.18 | --- |
| SGX 新华富时 A50 指数 | 2006.09.05 | --- |

资料来源：海通证券研究所

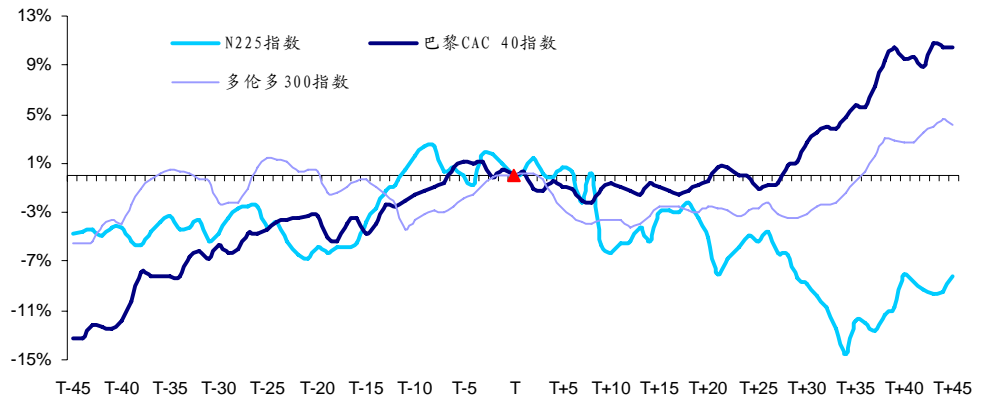
综合海外十个重要代表性市场先后推出股指期货对相应股指运行趋势影响的经验数据，无论是股票市场中期趋势处在上涨阶段、或平衡市阶段、亦或下跌阶段推出股指期货，在正常情况下，我们可以得出以下两项重要经验性结论，一方面，股指期货的推出不会改变股指所处的中期运行趋势；另一方面，股指期货的正式推出时间可能成为股指阶段性走势的一个重要分水岭，即一般在股指期货正式推出前约两个月的时间里，股指往往会出现不同幅度的阶段性上涨行情，而在股指期货正式推出后约两个月的时间里，股指则往往面临阶段性调整行情的潜在风险。

我们认为，股指期货推出前约两个月的时间里，股指之所以普遍出现不同幅度的上涨行情，主要是由于股指期货的推出预期，导致机构投资者对成份指标股的配置需求增加，即大盘指标股普遍出现不同程度的阶段性估值溢价，进而推动股指上涨。

而股指期货正式推出后约两个月的时间里，股指之所以普遍出现不同幅度的下跌行情，则主要是由于股指期货正式推出之后，因投资者、尤其是机构投资者普遍会利用部分资金配置股指期货合约，由此对股票市场产生资金分流效应，进而导致股指容易出现不同程度的调整走势。

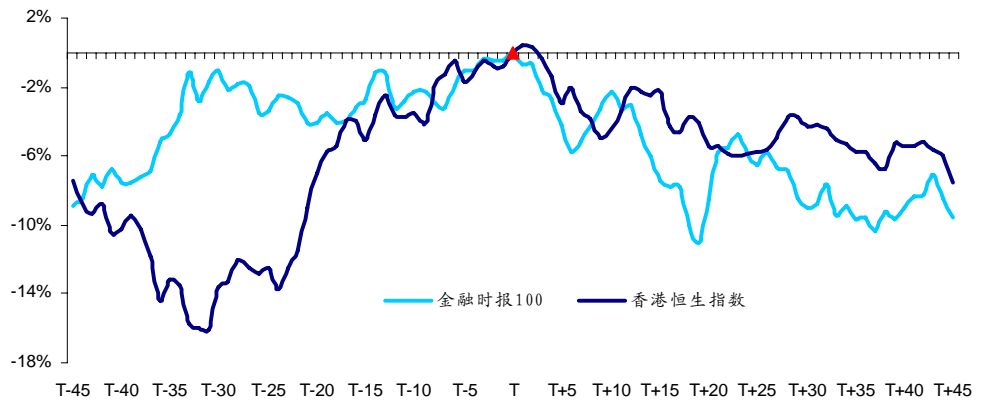
对于国内资本市场而言，伴随融资融券与股指期货等金融创新品种正式推出步伐的日益临近，A 股股指存在类似海外股票市场“先涨后跌”的可能性，但我们认为此预期也存在不确定性的风险，因此在对股指期货推出可能引发股指出现阶段性上涨行情抱有预期的同时，可能并不宜对期望值过于乐观。

图 35 海外股票市场中期上涨阶段推出期指前、后 45 个交易日相应股指走势表现



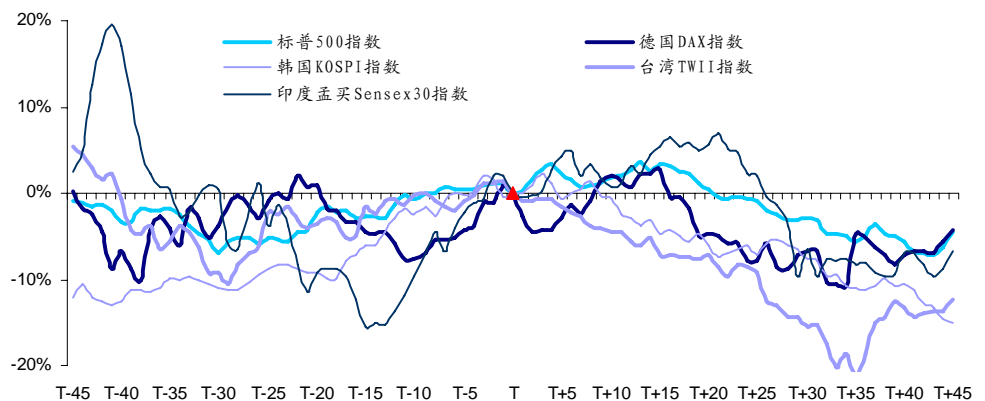
资料来源：海通证券研究所；WIND 资讯

图 36 海外股票市场平衡市阶段推出期指前、后 45 个交易日相应股指走势表现



资料来源：WIND 资讯

图 37 海外股票市场中期下跌阶段推出期指前、后 45 个交易日相应股指走势表现

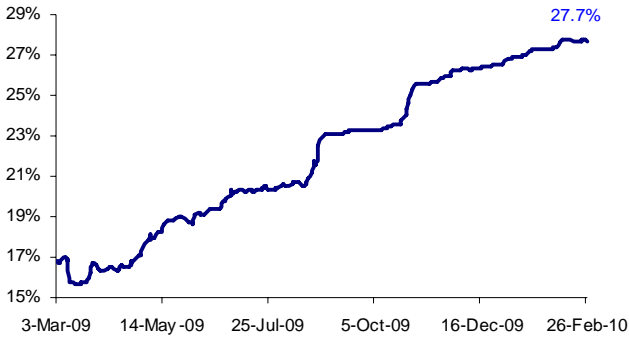


资料来源：WIND 资讯

3.4 上市公司整体业绩增速初显下调风险

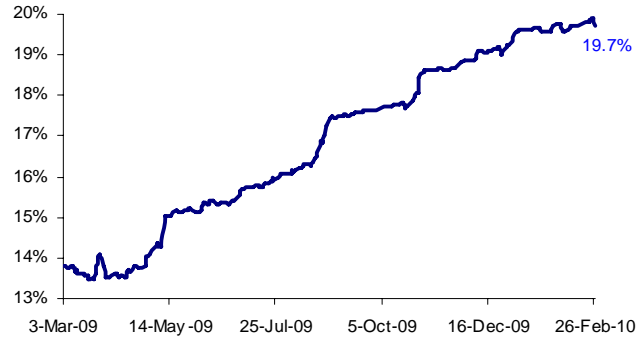
从自下而上的角度看,统计数据显示,截至2月26日,其中市场对沪深300指数成份公司2010年净利润同比增幅的一致预期值27.7%,市场对沪深300指数成份公司2010年营业收入同比增幅的一致预期值19.7%。

图 38 沪深 300 指数 2010 年净利润一致预期变化趋势 (YOY)



资料来源:海通证券研究所(数据截至日期2010年2月26日)

图 39 沪深 300 指数 2010 年收入一致预期变化趋势 (YOY)



资料来源:海通证券研究所(数据截至日期2010年2月26日)

从自上而下的角度看,自2007年至今年前三季度期间的近10个单季度(不含2008年第四季度),沪深300指数成份公司总体单个季度年化后的加权平均ROE约为16.8%,若假设沪深300指数成份公司总体2010年加权平均ROE处在(16.0%,18.5%)的区间内,则对应的沪深300指数成份公司总体2010年归属母公司股东的净利润同比增幅落在(14.4%,28.3%)区间内的可能性较大。

表 6 沪深 300 指数今年各季度归属母公司股东的净利润概况

| 财务报告期 | 2009年第一季度 | 2009年第二季度 | 2009年第三季度 | 2009年第四季度(E) | 2009年度(E) |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|--------------|-----------|
| 归属母公司股东的净利润合计(亿元) | 1911.3 | 2519.3 | 2615.5 | 2600.0 | 9646.1 |

资料来源:WIND资讯

表 7 沪深 300 指数近 10 个季度加权平均 ROE 概况 (%)

| | 2007Q1 | 2007Q2 | 2007Q3 | 2007Q4 | 2008Q1 | 2008Q2 | 2008Q3 | 2009Q1 | 2009Q2 | 2009Q3 | 10个季度平均 |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 单季度 ROE | 4.20 | 5.27 | 4.47 | 4.10 | 4.46 | 4.63 | 3.71 | 3.10 | 4.06 | 4.01 | 4.20 |
| 年化后 ROE | 16.8 | 21.1 | 17.9 | 16.4 | 17.8 | 18.5 | 14.8 | 12.4 | 16.2 | 16.0 | 16.8 |

资料来源:WIND资讯

海通证券研究所策略研究部在2009年12月18日发布的2010年年度A股投资策略报告即《回归正常化》内容中,当时我们预计沪深300指数成份公司总体2010年归属母公司股东的净利润同比增幅大致为25.0%,此业绩预测增幅隐含的沪深300指数成份公司加权平均ROE值约为18.0%。

根据最新宏观经济形式与政策面的变化,自上而下我们现将沪深300指数成份公司总体2010年归属母公司股东的净利润同比增幅由此前的25.0%小幅下调为21.3%,对应的沪深300指数成份公司加权平均ROE预测值由此前的18.0%小幅下调为17.5%。就促使我们自上而下小幅下调2010年业绩增速动因而言,一方面,从宏观角度看,我们认为,

定量宽松货币政策等扩张性宏观调控政策推出时间早于我们此前预期、全球原油价格持续维持在偏高水平、水电煤等生产资料价格上行压力不减、国内房地产价格继续高企、近阶段沿海发达城市出现的“民工荒”现象所折射的企业人力成本上行压力等重要因素，都将可能对上市公司2010年整体业绩增速产生一定程度负面影响；另一方面，从中观角度看，适度紧缩性宏观调控政策的提前实施，将可能对行业景气度波动与流动性呈正相关的行业如房地产行业、汽车行业未来盈利增速造成不同程度的负面影响，并进而对相关产业链上下游行业带来不同程度间接负面影响。

表 8 沪深 300 指数 2010 年不同 ROE 水平下对应的归属母公司股东的净利润增速

| | 假设 1 | 假设 2 | 假设 3 | 假设 4 | 假设 5 |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|
| 沪深 300 指数成份公司整体 2010 年加权平均 ROE (%) | 16.5 | 17.0 | 17.5 | 18.0 | 18.5 |
| 对应假设下的沪深 300 指数成份公司 2010 年归属母公司股东净利润合计 (亿元) | 11036.1 | 11370.5 | 11705.0 | 12039.4 | 12373.8 |
| 对应假设下的沪深 300 指数成份公司 2010 年归属母公司股东净利润同比增幅 (%) | 14.4 | 17.9 | 21.3 | 24.8 | 28.3 |

资料来源：WIND 资讯

3.5 三月份市场趋势观点：谨慎乐观中警惕不利因素叠加发酵

我们对三月份 A 股市场运行趋势持谨慎乐观观点，首先，从安全边际的角度看，目前沪深 300 指数以 2009 年度业绩计算的加权平均 PE 值约为 19 倍，尽管我们首次小幅下调了沪深 300 指数成份公司 2010 年整体业绩增速，但即使以保守的假设情形下预测的 2010 年业绩计算，目前沪深 300 指数成份公司加权平均 PE 值也不足 17 倍，从这个角度看，我们认为目前 A 股市场具备长期投资的较高安全边际；其次，国内资金流动性相对充裕的格局暂未因宏观调控政策基调的调整而出现不利逆转；最后，因股指期货等金融创新产品可能陆续推出、尤其是在农行上市之前等因素的存在，我们对股市政策面持偏暖倾向观点。

市场潜在风险方面，我们提请警惕紧缩性宏观调控政策预期存在强化的可能性、市场业绩预测一致预期可能下调、美元汇率波动与希腊主权债务危机延续等因素可能对海外股票市场走势产生负面影响等因素一旦叠加并发酵，则可能给 A 股市场阶段性走势带来系统性风险。

4. 配置策略建议：看好“调结构”受益主题与行业

4.1 “调结构”的思路看待市场

引子：虎年春节期间，中美两国在货币政策上都有行动，然而各自市场反应不同。美联储调高对银行的贴现利率 0.25%，美股出现上涨、大宗商品上涨，市场解读为联储的加息信号是因为对宏观经济的信心。反观国内，央行上调存款准备金率 0.5%，A 股在节后头 2 个交易日表现低靡，即便有股指期货临近、消费品零售额大幅增长、外盘向好的利好配合，市场依然反应麻木。A 股和美股同样受本国宽松货币政策淡出的困扰，但中国的经济基本面显然比美国好，然而对于力度相当的货币政策行动的反应，两个市场迥异，这说明了 A 股更缺乏市场信心。

市场信心的缺位，表现在市场对于宽松货币政策淡出、对大规模刺激政策退出后的担忧。自 1 月 12 日央行首次上调存款准备金以来，3M 期 shibor 和代表利率预期的 1 年期利率互换（标的为 7 天回购）一直稳步上升，显示市场对加息的担忧从未消散。同时房地产调控政策出台的速度和严厉程度也超出了市场此前预期，使得市场信心接二连三受打压。

信心缺位的根源在于惯性延续 09 年投资逻辑，并非基本面变差。A 股基本面向好的基础没有改变：宏观经济和企业盈利稳定增长、估值合理、流动性宽裕（存量资金宽裕）。

当前市场信心的缺位，追本溯源在于市场仍然惯性延续09年“宽信贷投放、大规模政策刺激→推动股市”的投资逻辑。在此逻辑下，当推动09年牛市的主要驱动因素在衰退时，市场信心也就发生逆转。

用“调结构”思路看待市场，是重拾市场信心的关键所在。从市场运行规律看，重拾信心需要一定时间，需要有足够量级的正面因素来化解对负面因素的担忧。而我们判断，目前就恰恰处在市场信心重拾的关键时期。市场已调整近3个月，在此期间对于货币政策淡出、地产调控政策的负面因素反应高度敏感，但对新因素反应不足。而我们认为，10年存在新的正面的因素，这就是“调结构”！10年的投资思路将不同于09年，10年要用“调结构”投资思路看待市场——政策在“有所压”的同时，另一手必会“有所保”！从这个角度说，在市场充分消化了“压”的政策（和政策预期）利空之后，后市更应该看到“保”的政策所蕴藏的机会。而这正是市场重拾信心的关键所在。

4.2 “调结构”是2010年的最大命题

从“保增长”成功后的政策逻辑看，从外部压力和内部问题看，“调结构”已成为10年中国宏观经济的最大课题。而从国家财政、居民储蓄收入状况看，又保证了“调结构”成功的可能性。值得一提的是，09年政策刺激后的消费品行业（家电汽车房屋）火爆增长，增加了政府调结构的底气。重要性和可能性同时满足，这正是我们认为“调结构”是10年最大命题的理由，也是为什么我们认为“调结构”是市场重拾信心的关键所在的原因。

“调结构”的政策逻辑。对比09年保增长的诸多救急政策后发现，无论是固定资产投资、大规模信贷，还是房地产刺激都有负作用或后遗症，而唯独刺激国内消费的负作用最小，并且通过转移支付还利于社会和谐。因此从政策取向看，如果说09年是为了救急而政策全面刺激的话，那么10年在经济增长无忧的情况下，增长模式就需要调整，对于有负作用的模式需要“纠偏”、“需要压”，对于国内消费模式“需要保”。这个逻辑贯穿了10年“调结构、促内需”的主基调。

内外部压力促使调结构。其一是中国不能在过度依赖出口了。从规模看中国贸易依存度已达60%超过所谓“贸易立国”的日本，自然增长空间趋缓是规律；从外围环境看，中国出口压力很大。次贷危机后国际主流声音将“全球经济失衡”规因为中、日、德出口过多，舆论压力大，而三国中又以中国压力最大（德国只是在欧盟内贸易顺差，国际压力不大，日本经济长期低靡，压力也不大）；另外接手次贷危机后的奥巴马政府必须解决失业和双赤字问题，而两个问题要同时解决就必须依靠多出口少进口。预计未来RMB升值压力、贸易保护将是常态，中国出口压力不会减弱。其二是中国过剩的产能无法通过扩大出口消化，这使得固定资产投资高增速不可能长期维系下去。其三是房地产市场引发的社会和谐问题。

看好调结构成功的可能性。其一，中国庞大的居民储蓄，26万亿居民储蓄人均2万元，意味着全国人民靠储蓄可以维持近2年的基本消费支出。庞大的储蓄保障了消费刺激的效果（对比09年中美同样刺激汽车消费，但效果差异大，原因在于美国只有即期收入没有储蓄）；其二，中国人均收入1.2~1.5万元时，可选消费获跨越式增长，这从03~05年沿海地区、以及08年内陆省份的家用汽车销量增速可以获证。其三，中国低的消费杠杆，如果保障跟上，信贷消费大有提升空间。其四，中国政府高财政收入、低赤字、低债务的良好财政状况可以保证转移支付、政策刺激、政策补贴的落实。

政府调控的底气来自国内消费增长的巨大潜能！回顾09年底，管理层主基调还是“经济回稳的基础还不牢固”，然而没过多久管理层却对房地产下重手，并执行严格的信贷控制。这个貌似突兀的决策逻辑背后传达出什么信息？我认为是管理层对经济增长非常有信心，而这个信心来自国内消费巨大的增长潜能。09年的商品房消费、家电汽车消费在政策刺激下全面开花，火爆程度远远超出市场和管理层预期。这必然促使管理层意识到中国

消费的巨大增长潜能,由此增加了政府调控的底气——由此敢于在出口未明显见好的情况下,控制固定资产投资增速并对房地产市场下重手的原因(要知道出口、固投、房地产可是中国经济增长的传统引擎)。

“调结构”的政策力度在加大。看完必要性和可能性后,我们关心政府实际举措。调结构、促内需的长期政策是着力于民生环境的改善,短观政策是消费政策刺激。长期政策如农业税取消,3年内实90%的医保覆盖、09年全国广大县区的试点“新农保”(60、70岁以上老人领取60元不等的保障金)、10年退休人员养老金又提高近10%、10年规划600万保障性住房建设(近几年商品房年成交约700~800万套)等等。短观刺激政策包括“建材下乡”、“信息下乡”等。根据我们理解,政府其实正以前所未见的力度在改善民生环境,为调结构促内需做准备。这点或许目前市场反映不足。

4.3 看好国内大消费(新兴消费)、区域振兴(重庆板块)

在调结构的几个方向中,我们看好“国内大消费”和“区域振兴”2大线索。继“建材下乡”后,江西省最近提出“信息下乡”目标;而长三角区域、成渝经济区、京津冀都市圈的发展规划也可望近期出台。我们认为以上这些消费刺激政策、区域规划不会是“终点”,如果10年因调控使得就业和经济增长有反复的话,政府不会重复09年的加大固投、启动房地产,或者加大出口补贴措施,而是会进一步出台消费刺激政策、区域振兴规划。

进一步看,“国内大消费”方面,传统的零售、医药、食品板块在10年将提供稳定正收益,而超额收益将来自新兴消费行业和新消费模式诞生。2010年全球最具创新力公司头4名分别是:facebook、亚马逊、apple、谷歌,他们代表了网络、移动、电子消费的新模式。新型消费模式和新型商业盈利模式已经传导到中国并还将继续,未来市场潜力巨大。看好网络消费、手机支付、电子书等细分领域,重点关注焦点科技、腾讯、拓维信息、汉王科技、生益科技等。

在区域振兴方面,在10多个振兴区域中,除了新疆板块与泛浦东板块之外,目前时点我们认为重庆板块也具备较显著的潜在投资机会。它从三个方面契合“调结构”的大命题:1、重庆是全国城乡统筹综合配套试点改革试验区,其战略高度是其他振兴区域无可比拟的(重庆的战略定位高度匹配浦东新区、深圳特区,浦东是市场经济的试验区、深圳是对外开放的试验区);2、城市化后向城镇化发展,重庆周边有广大的城镇腹地,发展空间巨大;3、成本型产业向中西部转移,重庆经过前几年的打造,已具备较强的承接能力。

4.4 三月份行业配置策略建议

在“调结构”的大思路下,大消费行业基本面是长期看好的,具备长期持有价值,而传统强周期行业基本面看弱,机会主要来自政策打压趋缓后的反弹机会。今年投资策略有异于往年——今年用传统防御型板块进攻(大消费的增速可能超预期),而用传统周期型板块做防御(估值防御)。

然而落实到短观的配置策略(月度配置),操作难度在加大——因为,基本面看好的大消费估值并不便宜,而基本面看淡的周期板块估值便宜(市场尚未悲观到调低业绩增长率的程度)。除了新兴消费行业(网络、通讯)外,其他行业需要在基本面与估值之间进行权衡。

三月策略中,我们给予零售、医药、食品饮料标配建议,因为春节旺季刺激因素在递减。给予汽车、家电行业标配建议,因为10年收入效应下的高增长是否能对冲09年刺激政策边际效应弱化的影响,还需要销售数据来检验。

三月策略中,给予证券、银行、地产超配的建议。证券的刺激因素在于融资融券和股指期货推出后的实质利好。银行的投资机会在于再融资问题有了较好的解决方案,转债、

H股发行、原股东配置的融资方案比市场预想的“温和”。地产的投资机会在于“两会”出于维稳考虑可能不会再出台大幅打压地产的政策，对于连续利空打压的行业而言，没利空或许就是反弹的机会。

三月策略中，对于房地产上游行业，钢铁、水泥、工程机械、化工，给予标配建议。其基本面没有问题（保障性住房可以对冲商品房建设的下滑），但其市场表现将滞后地产，正如下跌时滞后地产反应一样，反弹亦是如此。

表 9 2010年3月份A股行业配置策略建议

| 行业名称 | 配置建议 | 行业名称 | 配置建议 |
|------|------|--------|------|
| 银行 | 超配 | 建筑施工 | 标配 |
| 证券 | 超配 | 汽车及零部件 | 标配 |
| 保险 | 标配 | 铁路设备 | 标配 |
| 煤炭 | 标配 | 船舶制造 | 低配 |
| 房地产 | 超配 | 食品饮料 | 标配 |
| 有色金属 | 低配 | 通信运营 | 超配 |
| 钢铁 | 标配 | 传媒 | 超配 |
| 航运 | 标配 | 计算机应用 | 超配 |
| 航空运输 | 标配 | 网络服务 | 超配 |
| 铁路运输 | 标配 | 零售 | 标配 |
| 机场 | 低配 | 医药生物 | 标配 |
| 高速公路 | 标配 | 白色家电 | 标配 |
| 港口 | 低配 | 通信设备 | 标配 |
| 电气设备 | 标配 | 计算机设备 | 标配 |
| 建筑机械 | 标配 | 纺织服装 | 低配 |
| 化工化纤 | 标配 | 农林牧渔 | 标配 |
| 电力 | 低配 | 造纸 | 低配 |
| 水务 | 低配 | 包装印刷 | 标配 |
| 水泥制造 | 标配 | 电子元器件 | 标配 |
| 燃气 | 低配 | 旅游 | 标配 |

资料来源：海通证券研究所

信息披露

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

| | | |
|--|--|---|
| 汪异明 所长 (021) 63411619 wangym@htsec.com | 高道德 副所长 (021) 63411586 gaodd@htsec.com | 路颖 所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师 (021) 23219403 luying@htsec.com |
| 陈露 所长助理 宏观经济首席分析师 (021) 23219435 chenl@htsec.com | 陈美凤 计算机及通信行业首席分析师 (021) 23219409 chenmf@htsec.com | 江孔亮 建筑工程行业首席分析师 (021) 23219422 kljiang@htsec.com |
| 丁频 农业及食品饮料行业首席分析师 (021) 23219405 dingpin@htsec.com | 韩振国 煤炭行业核心分析师 (021) 23219400 zghan@htsec.com | 潘洪文 保险行业核心分析师 (021) 23219389 panhw@htsec.com |
| 邓勇 石化及基础化工行业核心分析师 (021) 23219404 dengyong@htsec.com | 龙华 机械及公用事业行业核心分析师 (021) 23219411 longh@htsec.com | 钮宇鸣 港口及水运行业核心分析师 (021) 23219420 ymniu@htsec.com |
| 刘金 基础化工及造纸印刷行业高级分析师 (021) 23219421 liujin@htsec.com | 邱春城 电子元器件行业高级分析师 (021) 23219413 qiucc@htsec.com | 区志航 纺织服装行业高级分析师 (021) 23219407 ouzh@htsec.com |
| 谢盐 证券信托行业高级分析师 (021) 23219436 xiey@htsec.com | 陈志鹏 航空及机场行业分析师 (021) 23219154 chenzp@htsec.com | 余闰华 银行业分析师 (021) 23219390 shemh@htsec.com |
| 杨红杰 有色金属行业分析师 (021) 23219406 yanghj@htsec.com | 范坤祥 金融行业分析师 (021) 23219382 fankx@htsec.com | 刘彦奇 钢铁行业分析师 (021) 23219391 liuyq@htsec.com |
| 赵勇 食品饮料行业分析师 (021) 23219460 zhaoyong@htsec.com | 方维 机械行业分析师 (021) 23219438 fangw@htsec.com | 江维娜 医药行业分析师 (021) 23219610 jiangwn@htsec.com |
| 李冠宇 计算机行业分析师 (021) 23219414 ligy@htsec.com | 帅虎 房地产行业分析师 (021) 23219401 shuaih@htsec.com | 王茹远 互联网及传媒行业分析师 (021) 23219474 wangry@htsec.com |
| 赵晨曦 汽车行业分析师 (021) 23219473 zhaocx@htsec.com | 曹小飞 化工小组助理分析师 (021) 23219267 caoxf@htsec.com | 陈子仪 TMT小组助理分析师 (021) 23219244 chenzy@htsec.com |
| 郭世凯 消费小组助理分析师 (021) 23219269 guosk@htsec.com | 李畅 机械小组助理分析师 (021) 23219268 lich@htsec.com | 潘鹤 消费小组助理分析师 (021) 23219423 panh@htsec.com |
| 蒲世林 建筑建材及建筑工程小组助理分析师 (021) 23219054 pusl@htsec.com | 钱列飞 交通运输小组助理分析师 (021) 23219104 qianlf@htsec.com | 舒灏 机械小组助理分析师 (021) 23219171 shuh@htsec.com |
| 张浩 电力及电力设备小组助理分析师 (021) 23219383 zhangh@htsec.com | 李明亮 宏观经济核心分析师 (021) 23219434 lml@htsec.com | 汪辉 宏观经济高级分析师 (021) 23219432 wanghui@htsec.com |

刘铁军
产业经济高级分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

熊伟
宏观经济分析师
(021) 23219396
xiongw@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

单磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

陈瑞明
策略分析师
(021) 23219197
chenrm@htsec.com

娄静
金融工程首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡倩
金融工程首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

单开佳
金融工程高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

周健
金融工程分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
金融工程分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

邱庆东
固定收益分析师
(021) 23219424
qiuqd@htsec.com

丁鲁明
金融工程助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

张峰
金融工程助理分析师
(021) 23219370
zhangfeng@htsec.com

冯梓钦
金融工程助理分析师
(021) 23219402
fengzq@htsec.com

郑雅斌
金融工程助理分析师
(021) 23219395
zhengyb@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高溱
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
高级销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(021) 23219415
shenly@htsec.com

殷怡琦
销售经理
(021) 23219397
yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219381
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com