

突破重围

——2011 年度宏观深度报告

高善文¹

2011 年 1 月 7 日

内容提要

一国汇率升值并不必然导致该国资产价格重估。回顾 70 年代和 85 年广场协议后美元两轮贬值过程的经验事实，可以看到，与汇率升值相比，通货膨胀和国内信贷政策的松紧也许是影响资产价格更加重要的因素。

这一轮的物价上行压力主要来自于中国经济正在走过刘易斯拐点。随着低端劳动力的短缺和工资的增长，劳动力成本压力将扩散到更广泛的经济部门，相关劳动力密集型行业将面临利润下滑、产品价格上升和竞争力下降的压力，并促使机器替代劳动过程的普遍发生。在总量层面上，进一步考虑到资本形成等其他一些因素的影响，看起来中国经济正在进入潜在增速下降和通货膨胀压力上升并存的状态，这将对未来中长期的市场和政策构成重大挑战。

当前中小盘的估值溢价是过去十年以来的最高水平。从历史数据看，小盘股溢价以十年为周期，和中国经济的产能周期同步，而且总是出现在周期的末端。这暗示，与风格因素相比，经济的周期性因素可能是小盘股溢价的更主要原因。随着新一轮经济周期的启动，未来这种估值溢价将逐渐消除。

¹证书编号：S1450209100292

本文根据作者于 2010 年 12 月 16 日在深圳举行的安信证券 2011 年度策略会议上的演讲整理而成，并经过仔细修改

我们倾向于认为，到了 2011 年下半年，风格转换的风险和机会值得市场引起重视。简单而言，风格分化的逆转可能需要以下三个条件中至少一个条件出现了变化。

一、新一轮经济周期的启动。二、房地产调控见到成效。三、通货膨胀出现阶段性回落。

短期内，信贷投放季节性回升和节能减排结束将使 2011 年初的流动性局面出现一定改善，但通货膨胀的反复值得警惕，并构成对上半年市场的重大约束；2011 年下半年，随着通货膨胀的阶段性回落，以及房地产市场压力的减轻，市场的机会开始呈现。需要承认的是，现在预判 2011 年下半年的情况还存在许多的不确定性。

2011 年 的市场看起来很难是一个单边上涨的牛市，波段的把握非常重要。

目录

一、美元汇率与资产价格.....	5
(一) 1970 年代美元贬值的国际经验.....	6
(二) 广场协议后的国际经验.....	11
(三) 对中国的启示.....	14
二、当前通货膨胀的根源和走向.....	15
(一) 刘易斯拐点推高通货膨胀.....	15
(二) 成本压力和经济调整.....	19
三、大小盘估值：风格还是周期？.....	25
(一) 估值溢价的十年周期.....	26
(二) 行业估值和经济周期.....	29
(三) 风格转换展望.....	35
四、短期经济与市场判断.....	37
(一) 节能减排对 2010 年下半年的影响.....	37
(二) 节能减排压力消失对短期市场的积极影响.....	40

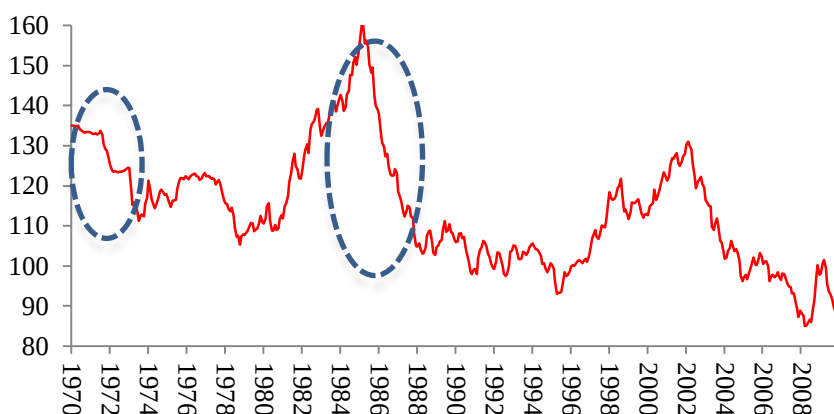
图 1: 美元指数	5
图 2: 马克、日元、英镑对美元汇率指数 (1970=100)	7
图 3: 美、英、日、德通货膨胀指数	7
图 4: 英、美、日、德实际综合资产价格指数	9
图 5: 广场协议后马克、日元、英镑对美元汇率指数 (1985=100)	12
图 6: 各国通胀指数	13
图 7: 各国实际综合资产价格指数 (1980=100)	14
图 8: 各国信贷指数 (1986Q3=100)	14
图 9: 中国不同劳动力密集农产品的累计涨幅 (2000 年-2007 年)	16
图 10: 中国种粮单位劳动动力机会成本 (元/日)	18
图 11: CPI 医疗保健和中药材及中成药同比 (%)	19
图 12: 农民工工资追赶行业的累计 GDP (%)	23
图 13: 城镇职工平均工资和农民工机会成本 (对数坐标)	23
图 14: 分行业工资追赶情况图	25
图 15: 小盘股相对上证 50 的估值溢价 (PB 之比)	26
图 16: 小盘股相对沪深 300 工业成份的估值溢价 (PB 之比)	27
图 17: 2010 年 12 月的 PB 估值和行业风格	29
图 18: 2010 年 12 月的 PE 估值和行业风格	31
图 19: 2010 年第三季度的 ROE (TTM) 和行业风格	31
图 20: 2000 年相对 1996 年的行业 PB 估值	33
图 21: 2010 年相对 2006 年的行业 PB 估值	34
图 22: PPI 原料增速超越采掘 (%)	39
图 23: PPI 加工增速超越原料 (%)	39
图 24: 工业增加值与发电量 (%)	40
表 1: 分行业劳动力工资追赶情况	20
表 2: 2010 年前 11 个月 PPI 和工业增长同比 (%)	39

一、美元汇率与资产价格

2010 年 9 月份以来，美元汇率出现了明显的下跌，人民币对美元汇率经历了一定的升值，与此同时，中国 A 股市场也出现了非常强劲的上升趋势。许多分析人士自然联想，美元贬值或人民币升值与中国资产价格上涨有非常强的相关性。

迄今为止，人民币对美元依然处于明确的升值通道中，依照上述逻辑，中国市场的资产价格也要受到强有力的支持。那么汇率升值与资产价格的上升之间是否存在着如此简单、如此明了和如此确定的关系呢？

图 1：美元指数



数据来源：CEIC，安信证券

回顾过去 40 年的历史，美元汇率大概经历了三次比较明显的贬值，分别是 1970 年代，1985 年广场协议后，以及 2001 年以来。

但是，如果我们对比 1970 年代和 1985 年各国资产价格对本币（相对美元）升值的反映，可以看到：80 年代中后期的美元贬值与全球资产价格上升相伴；而在 1970 年代的美元贬值时，全球并未出现广谱意义上的资产价格上涨。

这些截然相反的案例暗示我们，汇率与资产价格并不存在确定的一一对应的联系。实际上，二者之间还存在着许多其他的路径和影响因素。对这些影响因素的存在和分析使我们相信，将汇率升值与资产价格简单地联系起来的想法可能是靠不住的。

对上述两段经验案例更加仔细的分析可以看到，与汇率升值相比，通货膨胀和国内信贷政策的松紧也许是影响资产价格更为重要乃至更为核心的因素。接下来我们来检查下相关的数据和经验事实。

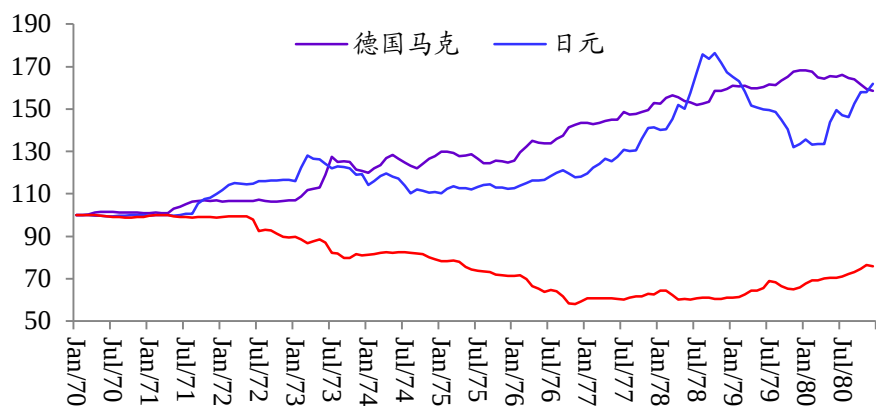
（一）1970 年代美元贬值的国际经验

（1）在 1970 年代美元贬值的过程中，日元和德国马克升值，但英镑贬值；这一差异可能主要来自于英国较高的通货膨胀率

在 1970 年到 1980 年的这十年时间里，特别是前 5 年，美元汇率经历了显著的贬值。这一贬值的宏观经济背景是布雷顿森林体系的解体，以及战后日本和德国的重建和兴起。

正是在这一背景下，日元和德国马克在 1970-80 年代对美元出现了较大幅度的升值。但是在整个 70 年代美元显著贬值的背景下，多少令人困惑的是，英镑在这一时期居然相对美元经历了一定程度的贬值。实际上，如果以 1970 年为 100，截至 1980 年底德国马克和日元对美元大约升值 60%，而同期英镑对美元贬值约 30%。这是为什么呢？

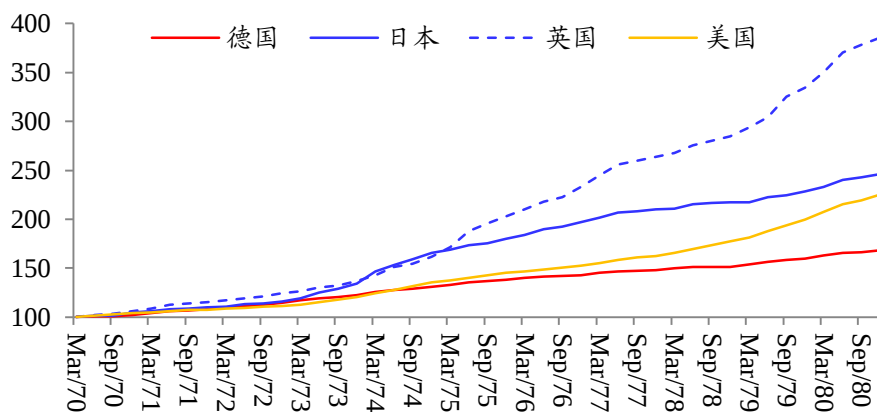
图 2: 马克、日元、英镑对美元汇率指数 (1970=100)



数据来源: CEIC, 安信证券

我们猜测,这其中非常重要的一个原因应该是各国通货膨胀率的差异。尽管在 70 年代几乎所有发达经济体都经历了严重的通货膨胀,然而如果我们对通货膨胀进行定基数处理的话,可以看到,在这 10 年时间里,英国的通货膨胀率是相当惊人的。如果以 1970 年为 100,截至 1980 年末,日本、美国、德国分别为 230, 200 和 150;然而英国通胀指数可以高达 350。

图 3: 美、英、日、德通货膨胀指数



数据来源: CEIC, 安信证券

(2) 在 1970 年代美元贬值的过程中，主要国家的实际资产价格出现不同程度的下跌；其中，通货膨胀越严重的国家，其资产价格跌幅越大。

这些证据暗示，汇率贬值并不确定地对应着资产价格的大幅上升，其中，通货膨胀情况的高低和好坏的发展对这一市场的趋势发展具有非常重大的，甚至是长期性的影响。

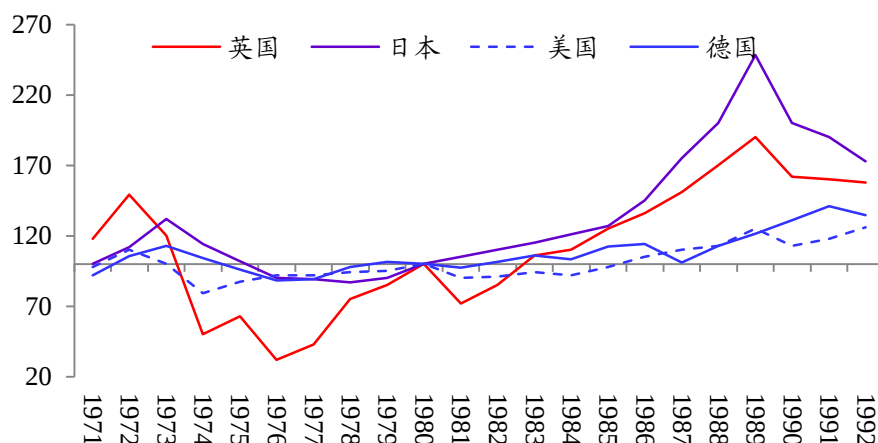
接下来我们再来检查一下，在这十年期间，各国资产市场的表现。为了研究各国资产价格水平的变化，我们采用了国际清算银行工作论文中计算的实际综合资产价格指数。实际综合资产价格指数的计算包括两部分的内容。第一，它是对股票、商业地产和住宅等资产的加权平均。第二，在加权平均的基础上进一步剔除了这十年期间通货膨胀因素的影响，从而得到一个实际的综合资产价格指数。

观察主要国家在 70 年代的资产价格变化（图 4），可以看到，

第一，在 1970-80 年，虽然美元处在明确的、巨大的贬值趋势中，但是主要国家剔除通货膨胀后的实际综合资产价格指数并没有上涨，甚至出现了不同程度的下跌；

第二，从不同国家的横断面数据来看，通货膨胀最为严重的国家，资产价格下跌也最为严重。例如，英国是这一段时期通胀最高的国家，其资产价格下降的幅度最深；而德国通胀相对较低，其资产价格跌幅相对最小。

图 4: 英、美、日、德实际综合资产价格指数



数据来源: BIS, 安信证券

回顾和总结这段时期的历史经验, 我们想重点强调的是, 汇率升值并不确定地对应着资产价格的大幅上升, 其中, 通货膨胀情况的高低和好坏的发展对这一市场的趋势发展具有非常重大的, 甚至是长期性的影响。

(3) 通货膨胀对长期资产价格负面作用的影响渠道

那么, 为什么通货膨胀会对资产市场的长期发展趋势有这么重要的影响?

在我们看来, 这至少来自于以下三个方面的力量:

首先, 通货膨胀情况的不断恶化会迫使货币政策不断的收紧, 从而对资产价格造成不利影响;

其次, 通货膨胀水平的上升, 特别是通货膨胀预期的恶化, 会使得整个经济环境的发展变得非常不稳定, 从而影响经济增长的效率和质量;

最后, 不断上升的通货膨胀会产生大量的对货币和资金的交易性的需求, 从而推高了流动性需求; 而在流动性供应层面, 高通胀往往与紧缩相伴随, 这样会

降低流动性供应，并对资产价格产生相对负面的影响。

实际上，如果我们观察美国 70 年代的情况，可以看到其股票市场的估值总体上一处一直处在一个下行的趋势之中，其根本原因可能就是美国长期利率的不断上升。这也是对我们刚才所讲的这样的一个过程很生动的注解。

（4）通货膨胀会支持短期资产价格上升

正如上面的分析，通货膨胀对长期的资产价格可能会产生一些不利影响。但是，我们也同时承认，在短期内，尤其是在通货膨胀刚刚兴起的时候资产价格会受到一些比较正面的力量的支持，原因有二：

第一，在通货膨胀刚刚兴起的时候，产品价格总是最先出现上升，但是工资和劳动力价格的调整相对比较滞后，从而使得企业盈利的发展出现一些阶段性的改善；

第二，在通胀初期，中央银行货币的紧缩会滞后于通胀周期，退一步说，即使中央银行的货币的紧缩同步甚至是领先于通胀周期，但是从货币政策的紧缩到最后整个资金的条件发生趋势性的变化仍然需要一些时间。

因此，在通货膨胀刚刚兴起的一段时间里面，从资金到盈利市场都可以受到一些积极的支持。但是随着工资的全面上升，企业的盈利开始恶化，而货币政策的持续紧缩也使流动性朝着相当不利的方向变化，整个的市场会转向一个相当不利的趋势。所以从一个比较长的时间来看，通货膨胀对市场的影响是非常负面和不利的。

如果我们要打一个通俗的比喻来阐述通货膨胀同资产市场或者股票市场之间

的关系，我们可以这样讲，通货膨胀是股票市场的“情敌”。所谓的“情敌”就是先是“情人”后是“敌人”。刚开始的时候通胀对市场有一些正面的支持，好像是市场的“情人”；但是用不了太长的时间，随着一系列不利因素的积累，很快会走向市场趋势的反面，变成了市场的“敌人”。

（二）广场协议后的国际经验

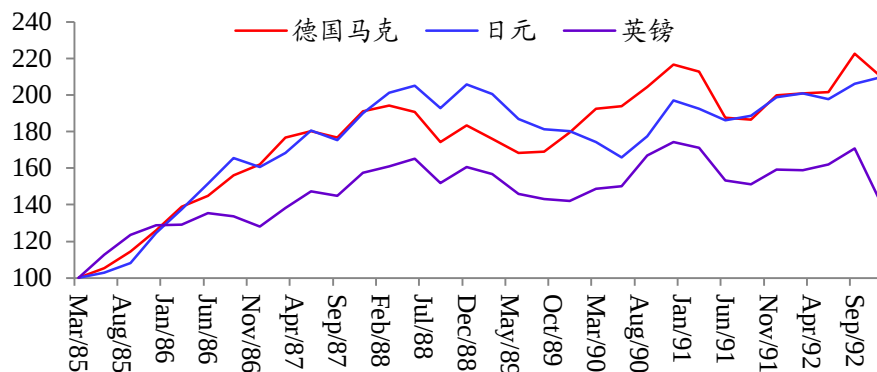
（1）在 80 年代中后期，随着通货膨胀情况变得稳定下来，在此次的美元贬值过程中，主要国家的资产价格均出现了不同程度的上升

在过去 40 年中，美元汇率的第二次明显的贬值出现在 1985 年著名的广场协议后，这也是中国国内从政策制定者到经济分析人士都非常重视的一段历史。因为人们相信日本的经验对中国有很重要的参考价值。

事实上，广场协议是一个多边协议，除了日元以外，德国马克、英镑和法国法郎都对美元出现了较大幅度的升值。

而比对这些国家的横截面数据，可以看到，在 80 年代中后期，随着通货膨胀情况变得稳定下来，全球的主要经济体的资产价格都经历了惊人的上升。其中，日本和英国增长最快，而德国和美国增幅则相对温和。

图 5: 广场协议后马克、日元、英镑对美元汇率指数 (1985=100)



数据来源: CEIC, 安信证券

(2) 对比日本和德国, 其基本条件非常相似, 但是资产价格的表现迥异; 此外, 英国资产价格的表现也要远好于美国和德国, 并不比日本逊色多少。

首先, 我们来对比的日本和德国的案例。之所以这么对比, 其原因有三: 首先, 日本和德国在这一段时期汇率升值水平相当; 其次, 在全球通胀趋于稳定的背景下, 日、德两国的通胀非常接近, 而且要明显好于英国和美国的通货膨胀水平; 最后, 日本和德国都是银行主导的以间接融资为主的金融体系。

从上面的介绍可以看到, 日、德两国的基本条件非常相似, 然而, 如果我们对两国综合资产价格指数的话, 可以看到, 在 1985 年后, 日本上涨的幅度要远远快于德国。若以 1980 年为 100, 至 1989 年日本综合资产价格指数达到 220; 而德国仅有 120, 与美国涨幅接近。

此外, 我们再来看看英国的情况, 在 80 年代后期, 英国的综合资产价格指数上涨也远远超过德国和美国, 其涨幅也并不比日本逊色多少。那么, 在同样是汇率升值和通胀下降的背景下, 各国资产市场的表现为什么会出现这么大的差异

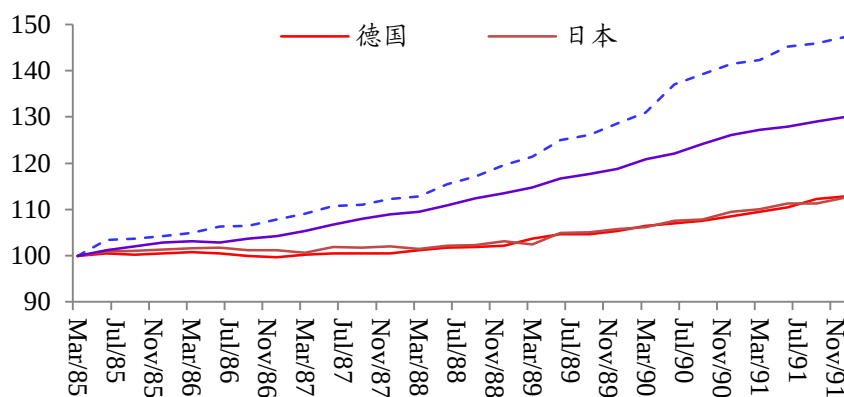
呢？

（3）之所以各国的资产价格表现如此迥异，其中非常关键的原因与各国信贷环境的松紧有关

各国资产价格之所以产生如此大的差别，是与各国信贷环境的宽松程度以及信贷高低水平密不可分的。观察图 8 可以看到，英国和日本作为这段时期资产价格涨幅最大的国家，其信贷在 1986 至 1990 年的增长幅度也同样是最大的；与此同时，美国和德国，特别是德国的信贷增速在这段时间内是相对最小的。

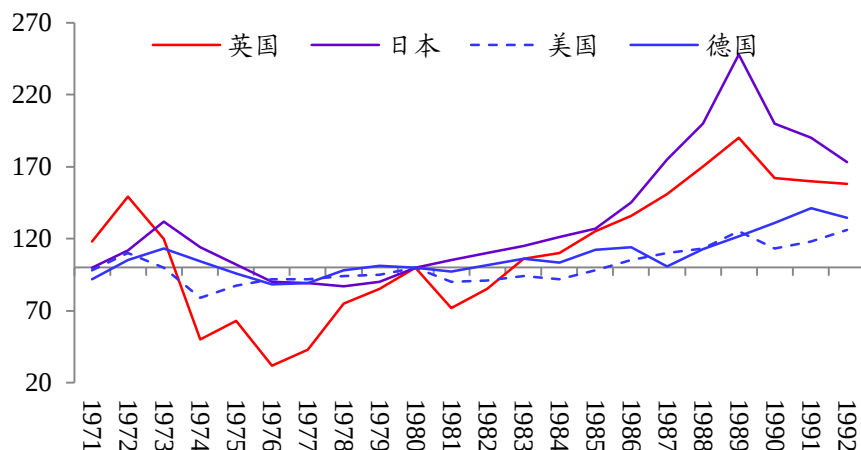
实际上，如果我们以广场协议刚开始的时候各国信贷的情况做基数的话，截至 1989 年末，英国和日本的信贷增长显著比美国和德国要高。

图 6：各国通胀指数



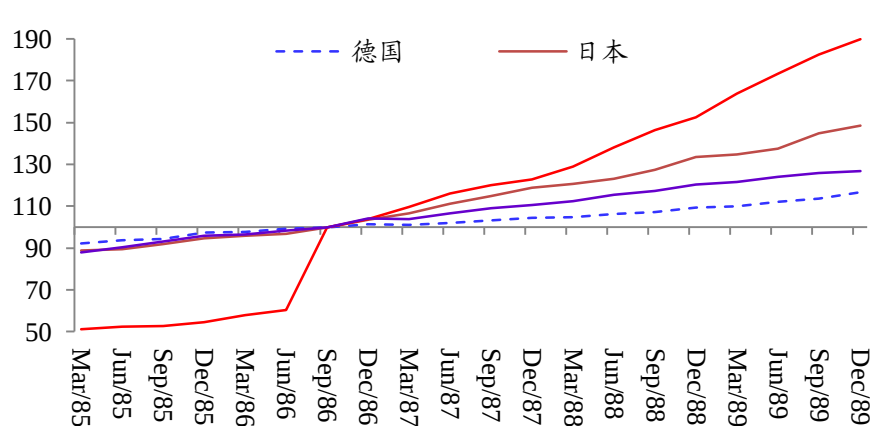
数据来源：CEIC，安信证券

图 7: 各国实际综合资产价格指数 (1980=100)



数据来源: CEIC, 安信证券

图 8: 各国信贷指数 (1986Q3=100)



数据来源: CEIC, 安信证券

回顾这一段时期的历史经验, 我们想强调的是, 在汇率贬值的背景下, 由于信贷环境的松紧不同, 各国的资产价格的表现仍然会出现非常大的差异。

(三) 对中国的启示

从上面的逻辑出发, 考虑到相对不利的信贷条件以及相对不利的通货膨胀的

走势，尽管人民币汇率仍处在升值的通道中，然而我们必须对人民币资产价格能够经历的上升的幅度抱有更加现实的预期

从上面两段的经验案例中，我们知道，信贷环境的松紧和通货膨胀的高低构成了资产价格摆动得非常大的制约因素。

因此，从人民币处在一个确定的升值通道出发，来简单推断人民币资产即将经历大幅度的上升可能是一种过于简单的想法。实际上，站在现在展望未来，即使人民币的汇率在未来对美元可能继续出现 10%到 20%的累计升值幅度，但是由于相对不利的信贷条件以及相对不利的通货膨胀走势，我们必须对人民币资产价格能够经历的上升幅度抱有更加现实的预期。

二、当前通货膨胀的根源和走向

2010 年 7 月份以来，以食品价格为主导的一般消费物价指数快速上升。回顾历史，这是过去 30 年来唯一一次没有伴随经济过热的通货膨胀（至少 2010 年下半年并不存在关于经济过热的广泛共识）。这种差异意味着本轮通胀的根源，相比历史其他时期可能存在明显的不同。我们认为，在经济偏冷格局下，通货膨胀的上升主要因为中国经济正在走过刘易斯拐点。中国的劳动力，特别是低端劳动力正在变得越来越短缺。对通货膨胀根源的理解，对把握未来通胀趋势、经济增长和市场方向都具有重要意义。

（一）刘易斯拐点推高通货膨胀

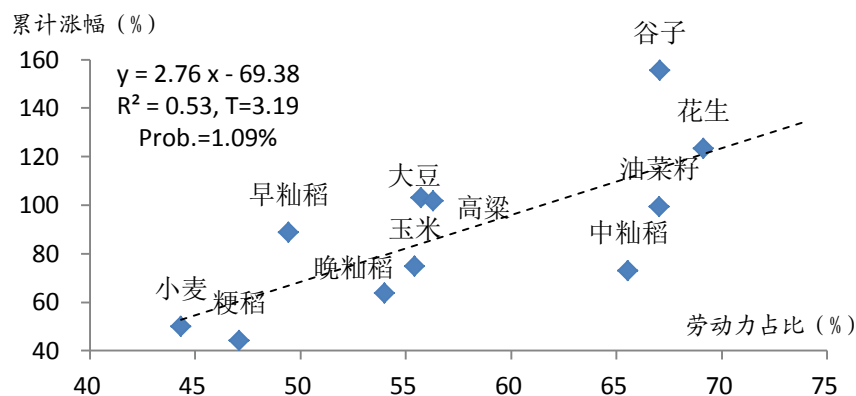
（1）不同农产品的横截面数据表明，农产品价格涨幅与劳动力密集度存在

显著的正相关关系，暗示劳动力成本上升是过去几年农产品价格上涨的主要驱动力。

过去几年，中国低端劳动力工资持续快速地上升，使得包括农产品在内的不少领域积累了成本压力。在合适的条件下，成本压力就通过物价的连续上升释放出来。这样的看法是否有什么证据？

（图 9）是不同类别粮食作物的横断面数据。横轴是不同类的粮食作物，根据它们的生产技术、条件所决定的劳动力密集程度。比如，谷子和花生相对于小麦更费人工，油菜跟稻谷相比也要更费人工。纵轴的是粮食类作物的长期累计价格的涨幅。之所以使用长期累计价格的涨幅，主要是想剔除农产品自身周期、天气的好坏和其他一些中短期导致农产品波动的因素。

图 9：中国不同劳动力密集农产品的累计涨幅（2000 年-2007 年）



数据来源：全国农产品成本收益资料汇编，安信证券

数据说明：1. 劳动力占比的计算方法是在产值中抛去物质费用和土地成本等占比。因为一般统计方法的劳动力作价是从消费端考虑，存在低估的偏误。2. 劳动力成本占比计算的是最近三年的平均，特定农作物的劳动力成本占比在过去 7 年发生过系统性的变化，但农产品之间相对的劳动力密集度的次序关系没有太大的变化。

从统计指标来看，长期之内粮食类作物价格的累计涨幅与劳动力密集程度呈现密切的正相关。如果去分析蔬菜、肉类的横断面，基本结论是相似的。劳动力越密集的农产品过去七八年累计的价格涨幅更大。这种结果暗示，劳动力成本上升是过去几年农产品价格上涨的主要驱动力量。

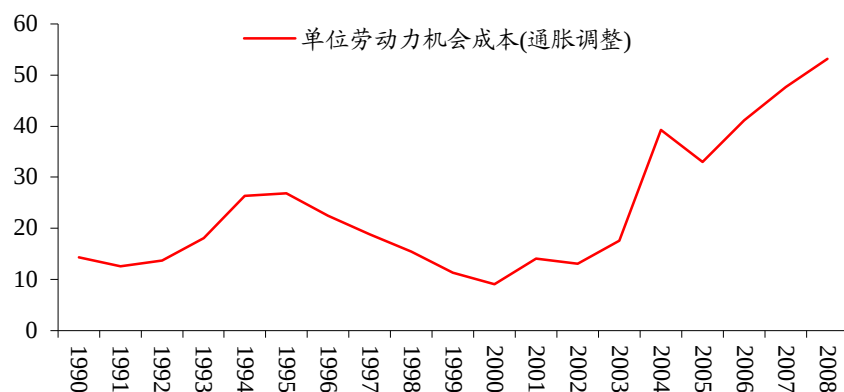
(2) 通过估算农民从事农业生产的机会成本，证实了农民工报酬在过去几年经历了快速地上升，并推动农产品价格上涨。

因为现有的统计体系对低端劳动力的覆盖比较有限，在总量层面缺乏低端劳动力的价格数据。我们以农产品的价格为基础，估算出来一个标准农民工从事农业生产的报酬情况。

(图10)是经过通货膨胀调整后，一个标准农民工工作一天的合理报酬水平。可以看到，在2003年、2004年之前的十几年，剔除掉周期性因素，农民工在农业生产中的回报变化不大。但是从2005年、2006年以来，农民工报酬开始出现幅度非常惊人的持续上升，年均增速接近20%。

一般来讲，在农业生产领域，劳动生产效率难以保持如此快速的增长。劳动成本增速长期远高于生产效率的进步，结果就是农产品价格此起彼伏地上涨。需要注意的是，成本推动并不意味着农产品价格是沿着一条直线匀速地向上爬行。农产品价格受很多因素的扰动，包括预期、存货、其他农业生产成本和天气好坏等等。但从中长期来看，农产品的价格处在一个波动的、不断上升的趋势之中。

图 10: 中国种粮单位劳动动力机会成本（元/日）



数据来源：全国农产品成本收益资料汇编，安信证券

数据说明：劳动力机会成本价格=（总产值-物质费用-土地成本-成本外支出+补贴收入）/ 用工数量。数据以 2008 年的价格水平为标准。

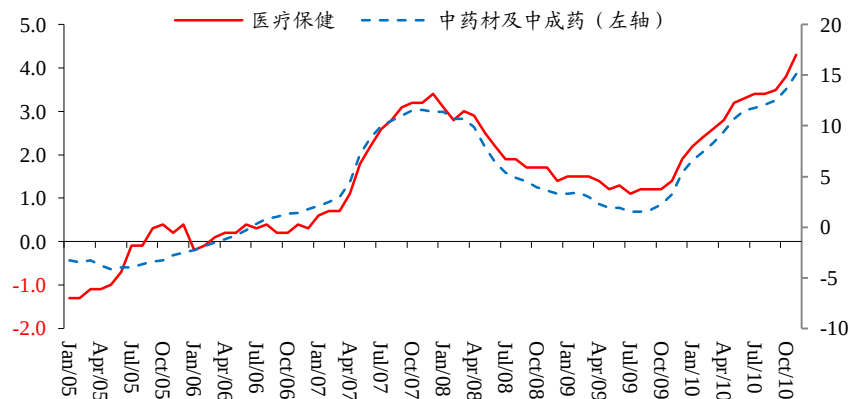
（3）近来中成药、服装等非食品价格超预期，暗示劳动力成本压力正在向农业以外的领域蔓延

最近两个月，剔除掉食品后的核心消费物价指数出现了明显的上升。除了部分来自于 PPI 走高（这与节能减排密切相关），我们也发现了其他涨价因素。

例如，医疗保健用品在 2010 年下半年出现了异常上升，其中主导性的力量是中成药和中药材。在中药材的种植过程中，大规模的机械化操作、除草剂和化肥的使用都是相对困难的，所以中药的劳动力密集程度要比粮食大很多。中药价格出现普遍和快速的上升，也显示了劳动力成本的影响。

此外，在 2010 年 11 月份，服装类价格的环比涨幅创出了过去十年的最高水平。除了棉花等原料成本上升以外，因为服装是劳动力较密集的消费品，劳动力成本可能也是其中较为重要的原因。

图 11: CPI 医疗保健和中药材及中成药同比 (%)



数据来源: CEIC, 安信证券

(二) 成本压力和经济调整

因为农业生产效率进步慢, 并且边际产出较低, 所以低端劳动力成本的快速上升会首先体现在农产品市场。最近, 有迹象表明这种压力正在向非食品领域扩散, 特别是劳动力较密集的部门, 比如服装、中成药、家政服务、建筑用工等。那么, 劳动力成本扩散的时间和顺序会是什么样呢? 对中国经济的影响又如何呢?

(1) 随着农民工工资的增长, 劳动力成本压力将扩散到更广泛的经济部门。相关劳动力密集型行业会表现出利润的下滑, 竞争压力的增加和产品价格的抬升。通过情景模拟, 我们大致推断成本压力在不同产业之间的扩散顺序和大致时间。

(I) 模型估计

我们计算了各个行业过去十年职工平均工资的实际复合增速, 再按照 2009 年的平均工资水平进行趋势外推。结合估算的农民工收入水平和增速, 就能计算农

民工收入水平赶上该行业的平均工资的大致时间（表 1）。

趋势的线性外推是不严密的，但这显示了在经济增长趋势和结构不变的条件下的基准情景。借助这种模拟，可以了解劳动力工资的上升速度，以及在不同产业之间的扩散顺序和大致时间。

表 1：分行业劳动力工资追赶情况

分行业	平均工资 (元/年)	年实际增速 (%)	追赶时间 (年份)	GDP 占比 (%)	GDP 累计 (%)
农民工	16,441	23.0			
职工平均	32,244	12.9	2017		
农、林、牧、渔业	14,356	9.9	2008	11.4	11.4
采矿业	38,038	16.0	2023	5.5	16.9
制造业	26,810	11.6	2014	32.7	49.6
电力、燃气及水的生产和供应业	41,869	12.2	2019	3.4	53.0
建筑业	24,161	10.1	2012	5.7	58.7
交通运输、仓储及邮政业	35,315	10.8	2016	5.5	64.3
信息传输、计算机服务和软件业	58,154	8.5	2019	2.6	66.9
批发和零售业	29,139	14.8	2017	7.9	74.7
住宿和餐饮业	20,860	8.3	2011	2.2	76.9
金融业	60,398	15.9	2031	4.1	81.0
房地产业	32,242	9.3	2015	4.8	85.8
租赁和商务服务业	35,494	10.4	2016	1.7	87.5
科学研究、技术服务和地质勘查业	50,143	13.5	2023	1.2	88.8
水利、环境和公共设施管理	23,159	9.3	2012	0.4	89.2
居民服务和其他服务业	25,172	9.5	2013	1.6	90.8
教育	34,543	13.4	2018	2.9	93.7
卫生、社会保障和社会福利业	35,662	12.4	2018	1.5	95.3
文化、体育和娱乐业	37,755	11.5	2017	0.6	95.9
公共管理和社会组织	35,326	12.3	2017	4.1	100.0

数据来源：CEIC，安信证券研究中心

对表 1 的数据，我们需要做三个说明：

第一，职工平均工资既包含非熟练劳动力，也包含熟练劳动力，以及管理人

员的报酬。所以，平均工资并不是低端劳动力的工资，而是整个行业的平均水平。

第二，职工平均工资的覆盖面并不完整，它主要代表了城镇大中型企业的劳动力报酬。在过去十年，所有行业职工平均报酬的实际增速约为 13%，要显著低于农民工 20%左右的增速。

(II) 根据上表的估算结果，在 2008 年，农民工的报酬已经追赶上了农林牧渔行业的平均职工工资水平，意味着此前后的农产品价格存在一定的系统性压力。这与物价等层面的数据发展是一致的，暗示我们的估算可能具有一定的合理性。

在 2008 年，农民工的报酬已经追赶上了农林牧渔行业的平均职工工资水平。所以从 2008 年前后开始，我们持续观察到了农产品价格的快速抬升。

(III) 假设趋势不变，那么 2011 年和 2012 年，农民工工资水平将追上住宿、餐饮、建筑和水利环境等行业。

这预示着未来两年，价格上升的压力将从农产品领域，扩散到住宿餐饮、建筑、环境、公共设施等行业。

(IV) 沿着现有的趋势，在 2014 年前后，农民工工资的水平就会追赶上整个制造业的水平；从而可能对全球经济、工业和物价造成深远的影响。

从上表还可以看到，如果沿着现有的趋势，在 2014 年前后，农民工工资的水平就会追赶上整个制造业的水平（表 1）。我们知道，不容忽视的一个事实是，

中国的制造业是一个非常重要而庞大的部门，在全部 GDP 占比达到了 33%。同时，农民工工资已经超过了很多行业的水平，行业累计的 GDP 占总量的 50% 左右（图 12）。这些部门可能会面临价格上升、产品减产、出口下降和竞争力下降的压力。

中国制造业的价格压力和竞争力衰减，对全球经济、工业和物价可能都有深远的影响。在过去十几年时间，中国源源不断地向国际市场输出廉价商品，在一定程度上压低了全球的物价水平。随着中国低端劳动力成本的快速上升，这种力量在未来三五年会逐渐减弱。

（2）劳动力成本压力的累积，使得相关劳动力密集型行业面临产品价格上升、利润下降、出口减少和竞争力下滑的压力，并会促使机器对劳动的广泛替代。进一步考虑到资本形成等其他一些因素的影响，我们认为未来中国经济的潜在增速正在下滑，并将伴随着通货膨胀压力的系统性抬升。

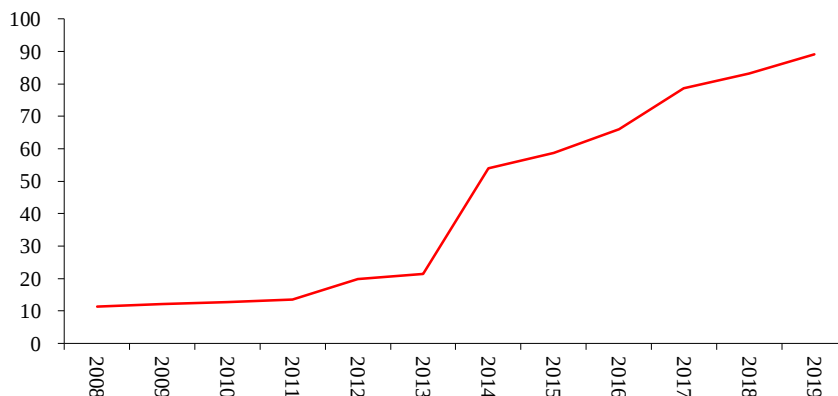
我们知道，从长期来看，农民工工资不太可能也不应该高于熟练的技术工人。所以我们将包含所有行业的城镇职工平均工资，和农民工的机会成本的趋势外推做一个比较（图 13）。容易看到，大概在 2017 年前后，农民工工资水平将追上整个城镇部门职工的平均水平，而这种局面是不可能出现的。

这意味着经济可能需要经历很多重要的结构性变迁。劳动力的短缺和成本的快速上升，对出口、竞争力、盈利和投资的影响都是负面的。这将迫使整个经济潜在增速不断下降，并经历以机器替代劳动和消费与服务兴起为标志的深刻转型。经济潜在增速下降的压力很可能通过通货膨胀的上升表现出来。

需要提出的是，城市职工报酬数据的可靠性严重地影响着前述估算的准确性，

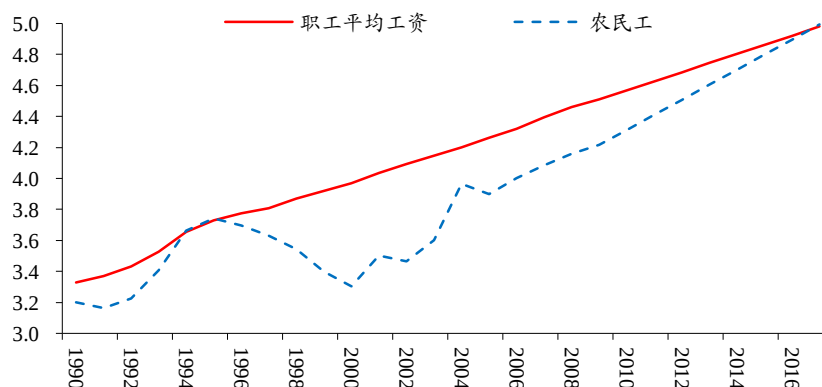
但大体看来，这些挑战将集中在未来的 3-5 年内出现，这一判断应当问题不大。

图 12: 农民工工资追赶行业的累计 GDP (%)



数据来源: CEIC, 安信证券

图 13: 城镇职工平均工资和农民工机会成本 (对数坐标)



数据来源: CEIC, 安信证券

(3) 经济潜在增速的下降和通货膨胀压力的上升，对市场 and 政策会构成重大挑战。未来中国新一轮经济周期的启动，通货膨胀的压力会进一步抬升。随着经济进一步过热，很高的通货膨胀和经济硬着陆的风险值得警惕。

尽管在未来 5 到 8 年内，中国经济的潜在增速处在一个不断下降的趋势之中，但并不意味着经济的表观增速同步地缓慢下降。未来几年，中国会有新一轮经济

周期的启动，随后会出现一定的经济过热。现在经济并没有明显过热的条件下，通货膨胀已经到了 5% 以上的水平，那么维持现有的趋势和政策，在未来经济过热的条件下，通货膨胀短期内到达两位数是可想而知的。

在高通胀的刺激下，非常严厉和急速的紧缩政策是不可避免的。在那样的条件下，资产市场将会承受显著的压力。考虑到房地产市场的高估和地方财政（特别是地方融资平台）的潜在脆弱性，经济硬着陆，并引发更大的经济、金融问题的可能性就很难排除。

这些风险现在提出来讨论可能偏早，我们也不倾向于目前就作出如此悲观的判断，但是相关风险因素有必要提请大家注意，尽管这种情况不太可能在 2011 年发生。

（4）低端劳动力成本的快速上升，以及由此带来的通胀压力走高是无法长期维持的。随着经济增速的显著下滑，劳动力工资的上涨速度会放缓，通胀压力将逐步缓解。

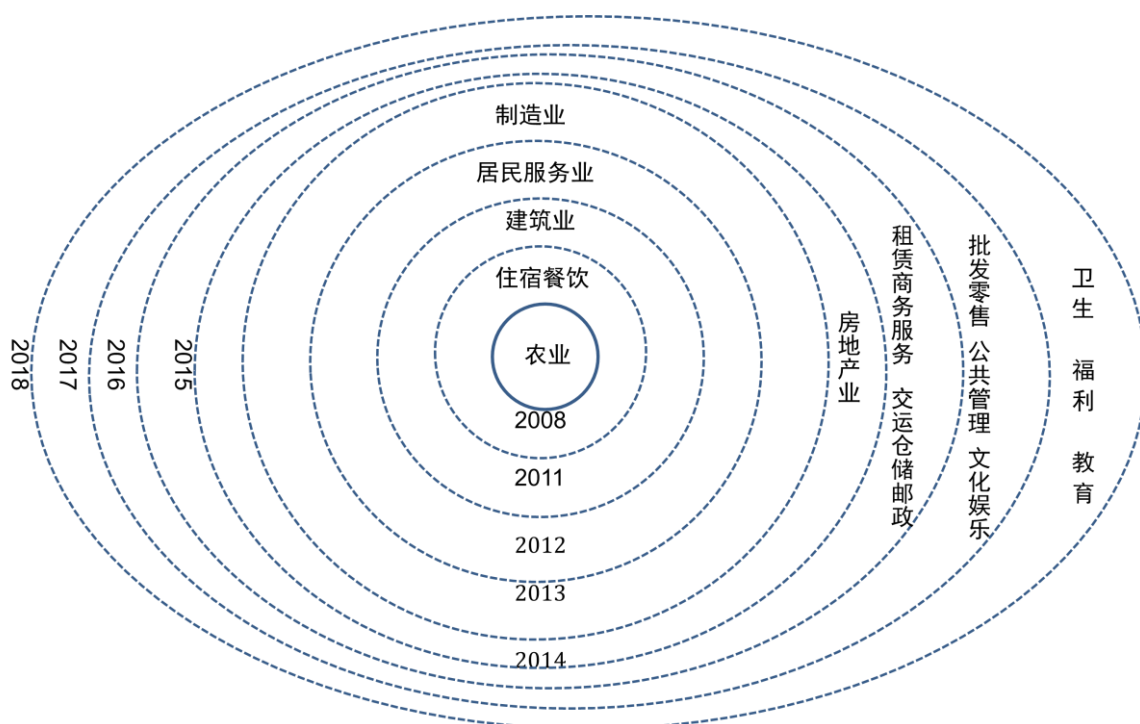
对以上的分析，我们需要补充两个方面的说明。

第一，从长期来看，农民工工资不太可能高于熟练的技术工人。我们只是使用这种情景来说明工资压力在行业之间扩散的顺序和大致的速度。将（表 1）的劳动力成本扩散的行业和时间制作成（图 14），更形象地显示了劳动力成本从农业，向低端服务业，制造业，乃至其他服务业扩散的过程。

第二，低端劳动力成本的快速上升，以及由此带来的通胀压力走高是无法长期维持的。随着经济增速的显著下滑，劳动力工资的上涨速度会放缓，通胀压力

将逐步缓解。从日本、韩国和台湾地区的案例来看，经济走过刘易斯拐点后，将经历七到十年的食品和服务价格的高通胀（相对制造品而言）。但随着经济增速的系统性下滑，通货膨胀压力最终会彻底缓解。

图 14：分行业工资追赶情况图



数据来源：CEIC，安信证券

三、大小盘估值：风格还是周期？

目前小盘股的估值溢价处在过去十年以来的最高水平。尽管流动性的松紧会起到一定作用，但我们现在认为经济的周期性因素可能具有更加主导型的影响。分析经济周期性因素对小盘估值溢价的影响，不仅可以理解过去的历史变化，更

重要的是有助于判断大小盘风格转换将在什么样的条件下发生。我们现在倾向的看法是，风格转换的风险和机会在 2011 年发生的可能性是值得认真对待的。

（一）估值溢价的十年周期

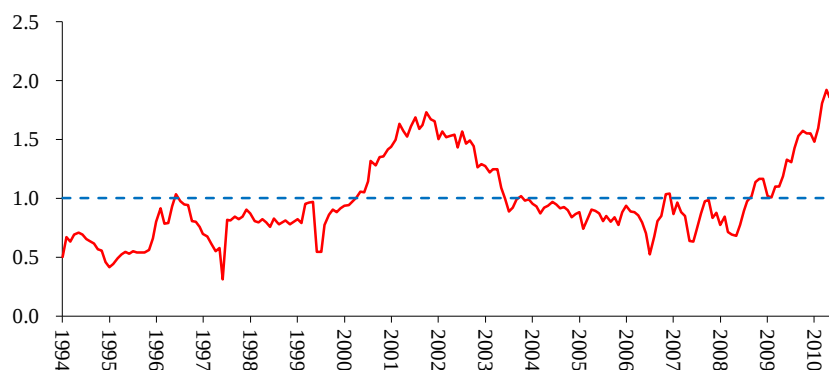
（1）最近十几年，小盘股的明显估值溢价出现过两次。但流动性松紧的显著变化至少出现了四次。因此我们很难认为流动性是小盘股高溢价的主要原因。

我们计算了中国的小盘股相对上证 50 的相对估值，指标选取的是市净率的比值（图 15）。目前小盘股享有的估值溢价已经超过了 2001 年到 2002 年的峰值，处于历史上最高的溢价水平。

我们还计算了小盘股相对沪深 300 工业成份股的估值溢价（图 16），结论是相似的，现在小盘股的估值优势回到了甚至超过历史的最高点，但是这种情况是很少见的。

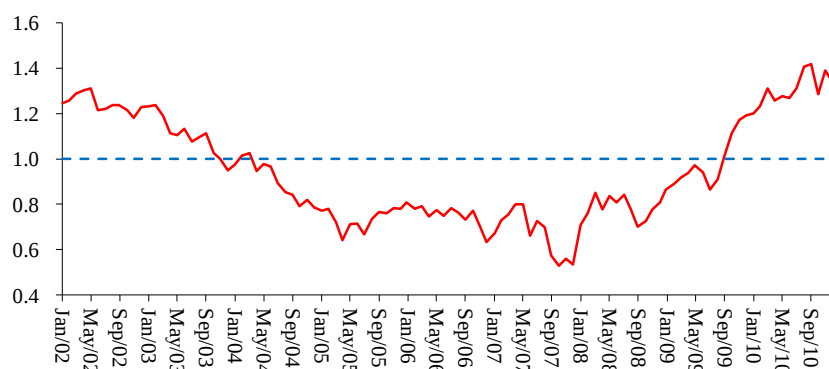
从历史来看，小盘股并不总是对大盘股享有明显的估值溢价。比如在 2006 年、2007 年，或者在 1996 年、1997 年，小盘股和大盘股的估值相当，甚至有些折价。而目前，中小板的估值处在一个明显的泡沫时期。但大盘股包括银行和地产，估值处于非常低的水平。为什么小盘股涨那么多，但大盘股涨不起来呢？

图 15: 小盘股相对上证 50 的估值溢价（PB 之比）



数据来源：CEIC，安信证券

图 16：小盘股相对沪深 300 工业成份的估值溢价（PB 之比）



数据来源：CEIC，安信证券

以前我们认为，小盘股相对大盘股的估值溢价或者折价与流动性的松紧具有一定的联系。在流动性比较紧的情况下，小盘股应该具有一些折价，而在流动性相对比较宽松的条件下，小盘股应该有一些溢价。

但是，使用流动性不太能解释溢价的幅度，包括历史的波动。从近十几年的情况来看，出现过几轮明显的流动性充裕的变化，比如 1996 年、1997 年，以及 2006 年、2007 年。但在那几年，小盘股的估值溢价并没有出现。这比较清楚的说明流动性可能不是其中最主要的解释，尽管可能有一些关系。

(2) 小盘股溢价以十年为周期，和中国经济的产能周期同步，而且总是出现在产能周期的末端。所以我们认为，经济的周期性因素是小盘股溢价的更主要原因。随着新一轮经济周期的启动，未来这种估值溢价将逐渐消除。

在 2010 年的中期策略会上，我们回顾过去 20 年的历史，发现中国经济具有明显的十年周期特点。因为中国作为一个高速追赶的经济体，仍然处在产能高速增长的过程中，产能余缺的变化似乎是以十年为周期。

我们发现小盘股相对大盘股的估值溢价波动也是大约十年为周期的，而且小盘股的相对高估值几乎总是出现在十年周期的末端，比如 2000-01 年，比如最近两年。

小盘股的估值溢价显示出和经济周期同步的迹象，使得我们有两个猜测：

第一，估值溢价的波动更大程度上来自于经济周期性的力量，而不是简单的流动性松紧的影响。

第二，如果它是来自于经济周期性的力量，那么随着新一轮经济周期的启动，未来这种估值溢价将逐渐消除。

基于以上判断，如果 2011 年下半年，国内经济开始进入一个连续加速的新周期，那么小盘股的估值溢价将会进入一个系统性的修复阶段。参照历史经验，这种修复一旦开始会持续数年，不太可能在几个月或者几个季度之内结束。这是市场参与者特别值得注意的风险。

此外，即使新的经济周期启动没有形成共识，在其他因素的扰动和催化剂的作用下，也可能出现估值溢价的系统性变化。这些条件我们将在本节最后部分讨

论。

（二）行业估值和经济周期

（1）小盘股的估值溢价表面上似乎和大小盘风格有关。但从横断面观察，大量相似规模的行业，具有完全不同的估值溢价和净资产回报率。这说明了估值溢价和风格关系不大，更多地来自与经济周期相关的行业属性和市场预期。

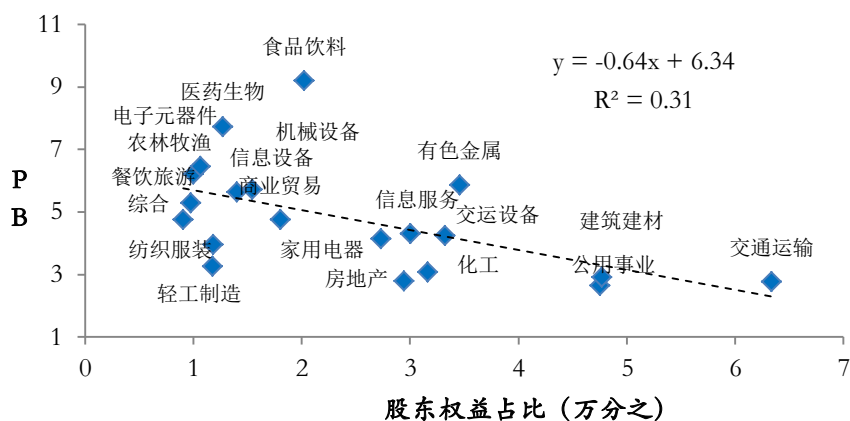
如果小盘股相对大盘股所享有的溢价来自于周期性因素，那么这种周期性的因素将主要作用在行业层面上，而不是风格层面。因为不同风格的股票不太可能与整个宏观经济周期存在密切的联系。

我们在行业层面上对估值做了几个方面的计算，

首先，在横断面上，根据不同行业股票的平均规模大小计算他们的估值。无论是用 PE 还是 PB，我们都看到一种负的相关关系（图 17、图 18）。但这并不代表估值和规模大小存在因果关系，可能的原因是周期性较强的行业往往是一些非常大的行业。另一个结果是，即便是对规模相对可比的行业来讲，在估值层面也会出现惊人的差异，这用风格去解释是不完整的。

进一步的，我们计算了不同行业的净资产回报率（图 19），发现行业的净资产回报率并不具有明显的风格属性。但是在估值层面上能比较明显地看到这一特征，说明估值差异更多的不是受当期盈利能力的影响。与周期性因素相关的行业属性和市场预期对估值的影响可能更大。

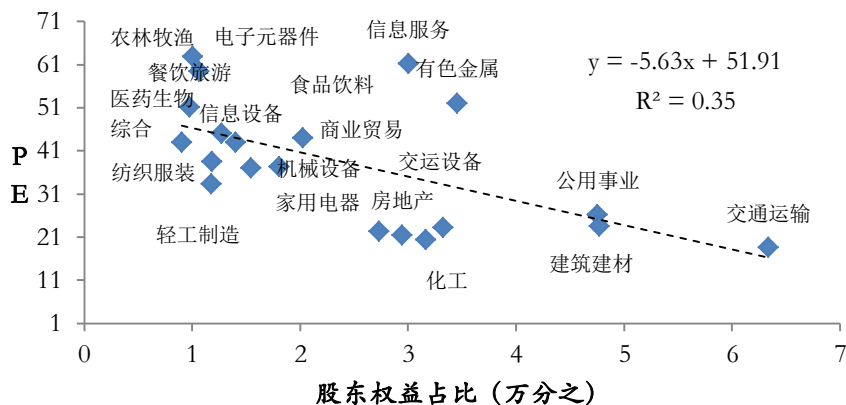
图 17：2010 年 12 月的 PB 估值和行业风格



数据来源: Wind, 安信证券

数据说明: 股东权益占比按该行业平均每支股票的股东权益占所有 A 股合计的比例。为了数据观察方便, 剔除了金融、采掘和黑色金属。

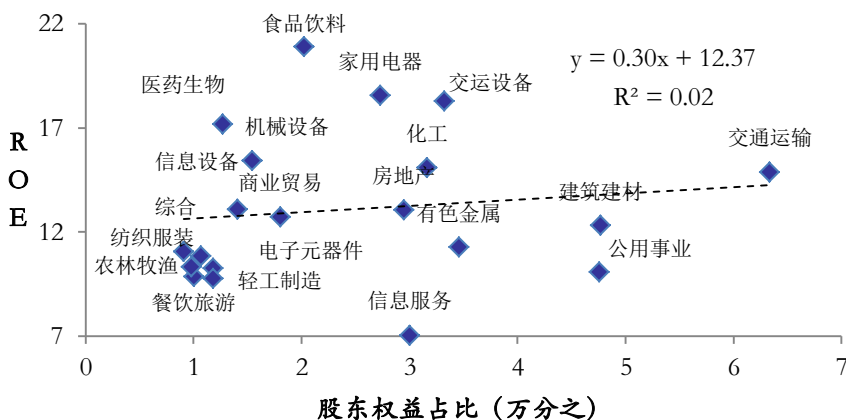
图 18: 2010 年 12 月的 PE 估值和行业风格



数据来源: Wind, 安信证券

数据说明: 股东权益占比按该行业平均每支股票的股东权益占所有 A 股合计的比例。为了数据观察方便, 剔除了金融、采掘和黑色金属。

图 19: 2010 年第三季度的 ROE (TTM) 和行业风格



数据来源: Wind, 安信证券

数据说明: 股东权益占比按该行业平均每支股票的股东权益占所有 A 股合计的比例。为了数据观察方便, 剔除了金融、采掘和黑色金属。

如果经济周期是驱动行业估值的主要力量, 那么在经济周期的不同位置, 行业的表现就有经济周期的痕迹, 从而在板块横断面上能发现相应的证据。

为了研究经济周期不同位置的行业表现, 我们首先要确定市场表现和经济周

期的位置。

如果我们认为从 1992 年到 2002 年是上一轮经济周期，那么在此期间经历了两轮牛市，第一轮是 1996 年前后，第二轮是 2000 年前后。1996 年是经济周期的强盛时期，而 2000 年是经济周期的末端。

在最近十年的经济周期里，我们也经历了两轮牛市，2006 年前后，和 2010 年前后。虽然，从整体 A 股指数上，2009 年以来的上涨幅度算不上惊人。但如果进一步考虑包括房地产在内的更广泛的资产价格，2010 年整个资产价格总指数可以确定地超过了 2007 年的最高点，从而毫无疑问是一轮大的资产价格牛市。而和十年周期一样，2006 年是经济周期的强盛时期，而 2010 年是经济周期的末端。

因为经济在 1996 年和 2000 年，周期的位置是不一样的，我们可以看到中小盘的估值溢价大不相同。同样，在 2006 年的牛市中，中小盘没有明显的溢价，但是在最近的牛市过程中，溢价的情况非常引人注目。

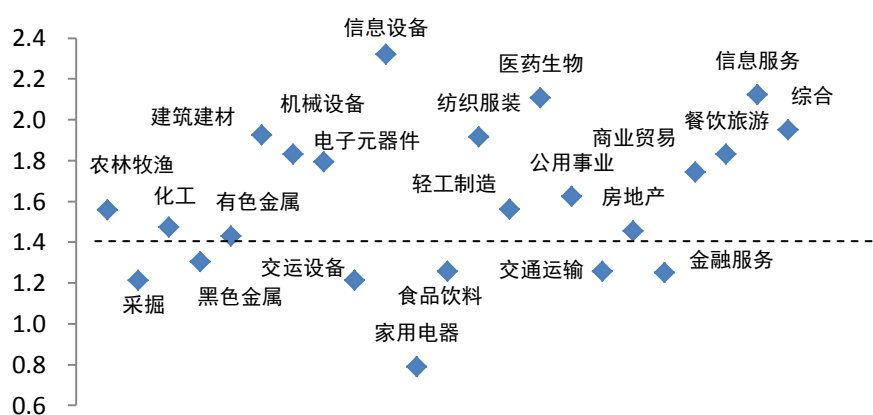
(2) 在 2000 年和 1996 年的两轮牛市对比中，我们发现在 1996 年强盛的家电和周期性行业，到 2000 年普遍受到市场的抛弃。而一些非周期性行业和可能代表新经济方向的行业，在经济周期末端的 2000 年出现了明显的估值抬升。

为了观察不同经济周期的行业估值变化，我们分别计算了不同行业在 1996 年和 2000 年的估值情况，再将 2000 年的估值除以 1996 年的估值，最后将比值放在纵轴上（图 20）。

如果某行业处于虚线（平均估值比值）附近，则说明该行业在两轮牛市之中的表现是相对一致的。估值受经济周期的影响不大，估值的变化只受整体流动性

松紧的影响。如果行业明显处于虚线以下或以上，则说明在周期的影响下，行业的估值发生了重大的变化。平均水平（虚线）以下，说明行业在 2000 年的牛市中表现不佳，出现了估值的折价；而虚线以上则说明行业在 2000 年的经济周期末端受到追捧，出现了估值溢价。

图 20：2000 年相对 1996 年的行业 PB 估值



数据来源：Wind，安信证券

数据说明：图中虚线代表整个剔除金融股的 A 股的整体 PB 估值比值。

估值折价的典型是家用电器。产生这种变化的基本原因来自于经济周期和产业周期。在 1996 年前后，家用电器快速进入家庭，整个行业盈利大幅度的上升。在此条件下，整个家用电器的估值处在很高的状态。但是到了 2000 年，经济处在产能周期末端，因为激烈竞争和产能过剩，行业已经处在比较衰落的状态。并且这种衰落可能具有更长时期的周期性，未来的新一轮经济和消费周期可能和家用电器无关。

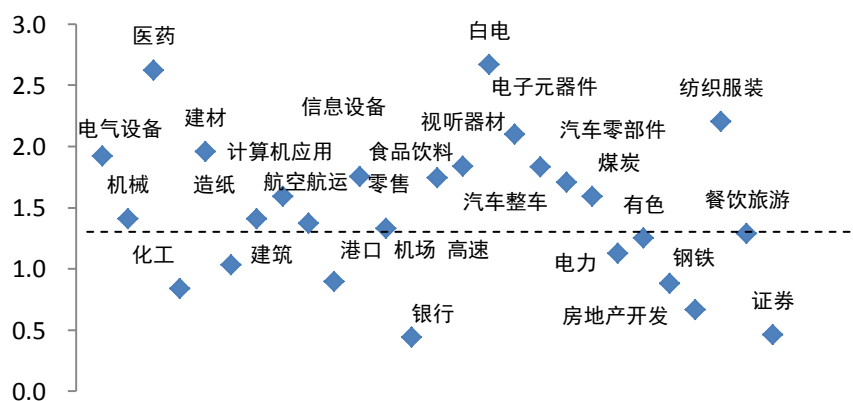
其他具有明显估值折价的行业，比如金融服务也有明显的周期性。在 1996 年，企业的盈利很好、经济增速较高，此时金融业的坏账风险、利差收入的前景都显

落地好于 2000 年经济周期末端的情况。其他的周期性行业，比如采掘和黑色金属，在产能周期末端的 2000 年也出现了明显的估值折价。

同时，不少行业在 2000 年受到追捧表现出明显的估值溢价。比如信息设备、电子元器件、餐饮旅游和医药生物等。这些行业高溢价的原因可能并不相同，但它们都是和经济周期关联不大的非周期性行业。在周期性行业处于下降通道之时，非周期行业的盈利增速仍处在相对有利的水平，从而体现出较好的前景和方向性。而当时的电子元器件和信息服务，则在一定程度上代表了彼时市场对经济结构调整的憧憬。虽然从现在来看，这些行业并不是新一轮经济周期的主要力量。

(3) 同样在 2006 年和 2010 年的两轮牛市对比中，在 2006 年强盛的银行和地产等周期性行业，到 2010 年因为周期性衰落和房地产泡沫隐患而普遍受到抛弃。一些非周期性行业则享有明显的估值溢价。

图 21: 2010 年相对 2006 年的行业 PB 估值



数据来源: Wind, 安信证券

数据说明: 图中虚线代表整个剔除金融股的 A 股的整体 PB 估值比值。

如果我们去对比 2006 年和 2010 年的行业估值变化，实际上和 1996 年、2000 年的情况是相似的。市场普遍抛弃的是银行、房地产、港口、机场、化工等这些周期性行业，追捧的是食品饮料、医药生物等非周期行业。这背后的基本原因跟我们对 2000 年和 1996 年的讨论是类似的。

市场为什么要抛弃银行和地产？在 2000 年，市场抛弃家电是因为产能过剩、过度竞争，企业很难盈利。那么现在市场抛弃银行、房地产背后的原因是也是相似的。过去十年的经济周期有两个重要的遗产，第一是房地产泡沫，第二是地方融资平台的潜在风险，而后者同房地产泡沫又是密切联系的。所以尽管地产和银行的估值很便宜，沿着悲观的角度，如果出现地产泡沫破灭和经济硬着陆的情况，那么银行、地产和周期性行业的盈利前景都处在相当明显的风险的。所以，我们认为市场出现明显的风格变化，受周期性因素的影响是深刻的，而这些风险非常系统地体现在行业估值的变化之中。

（三）风格转换展望

（1）行业的估值取决于基本面、流动性和其他行业的变化。即使行业基本面和市场流动性不变，由于其他参照行业的变化，也会影响行业的估值水平，从而产生风格裂口。

总结来看，行业的估值可能取决于三个因素：

第一，取决于行业的基本面，包括盈利、增长等等。

第二，取决于流动性。即使基本面没有变化，但在流动性过剩的情况下，就会有资金去追逐股票，估值也会创出新高。

第三，取决于其他参照的行业。在 1996 年，即使非周期性行业的盈利不差，但家电和周期性行业更有吸引力。但是到了 2000 年，家电行业和周期性行业前景系统性恶化，同样的非周期性行业因为参照物的前景发生了变化，投资者觉得它们更有吸引力（即使其本身的盈利前景没有出现系统性的改善）。所以，非周期性行业的估值水平相对上升得很快。

从微观机制上解释，因为股票市场要做配置，如果整个资金的松紧不变，在银行、地产基本面变坏的情况下，投资人普遍的做法是抛掉银行、买进生物医药等非周期行业。所以，即使非周期行业的基本面没有变化，由于参照的周期性行业的预期变化，非周期性股票的估值也会被推得很高。非周期行业的高估值是建立在周期性行业估值下降的基础上，所以在流动性没有变化的条件下，风格层面的裂口也会明显的产生出来。

（2）现实地看，风格分化的逆转可能需要以下三个条件和催化剂中至少出现和满足其中的一个。

一、新一轮经济周期的启动。二、房地产调控见到成效。三、通货膨胀出现阶段性回落。我们倾向于认为，到了 2011 年下半年，风格转换的风险和机会值得市场引起重视。

如果我们按照前一部分的逻辑理解风格分化，那么只要周期性行业重新变得有吸引力，中小盘高估值溢价会很快逆转回来。而且一旦出现逆转就会是一种长期性的、系统性的趋势。

简单分析，我们认为出现风格分化的逆转需要三个条件和催化剂：

第一，新一轮经济周期的启动。使得周期性行业明显的受益，即使非周期的基本面变化不大，估值也会受到很大的抑制。在 2011 年下半年，整个经济在私人投资的带动下逐步的从底部走出来，开始进入新一轮周期的状态。这种可能性不见得非常，但是需要认真考虑。

第二，房地产市场的调控见到成效。2011 年上半年房地产市场的供应量将显著增长，同时在通货膨胀的压力下，资金面会收紧。此时，可能出现房地产成交量的回落，房价转入相对平稳的状态，并带动房地产投资的下滑。在此条件下，市场对房地产泡沫的担心会逐步缓解，一系列不确定因素也将逐渐减轻。

第三，通货膨胀出现阶段性回落。如果通胀存在反复和走高的风险，那么紧缩的宏观政策是不可避免的。虽然紧缩政策有益于房地产泡沫的消化，但并不太利于经济周期的顺利启动。

我们倾向于认为，到了 2011 年下半年，通货膨胀的压力会相对减缓，届时如果伴随着地产市场的调整开始。风格转换的风险和机会值得市场引起重视。

四、短期经济与市场判断

（一）节能减排对 2010 年下半年的影响

2010 年下半年食品价格的上涨在我们预期之中，但 PPI 的逆势上升令人惊讶。我们认为 PPI 在这一阶段的上升与节能减排存在密切关系。

那么如何排他性地确认节能减排的重大影响呢？我们的基本思路如下：

如果节能减排对经济活动构成冲击，那么首当其冲的行业是高耗能行业，对应 PPI 产品分类中的中下游加工行业，这些行业将因节能减排而收缩供应。以此

为起点我们可以做出一系列的预测：

第一个预测是这些行业的上游，即基础商品、原材料价格的涨幅放缓，但这个行业自身产品的价格加速上涨。

第二个预测是沿着整个工业增加值的横断面来观察，与节能减排密切联系的行业收缩较快，其他行业收缩不明显。

第三个预测来自供应收缩在进出口层面的影响，原材料和基础商品的进口放缓，中下游与节能减排关系密切的制成品的进口加快。

沿着上一部分的思路我们梳理了相关数据。这些证据对我们的看法构成了有力的支持。具体如下：

我们首先比较了原材料和采掘行业的产品价格。采掘行业的产品是直接从自然环境中获取的矿石等产品；原材料是将采掘行业的产品进行一定加工、精炼后获得的产品；制成品是进一步深化加工后形成的产品。

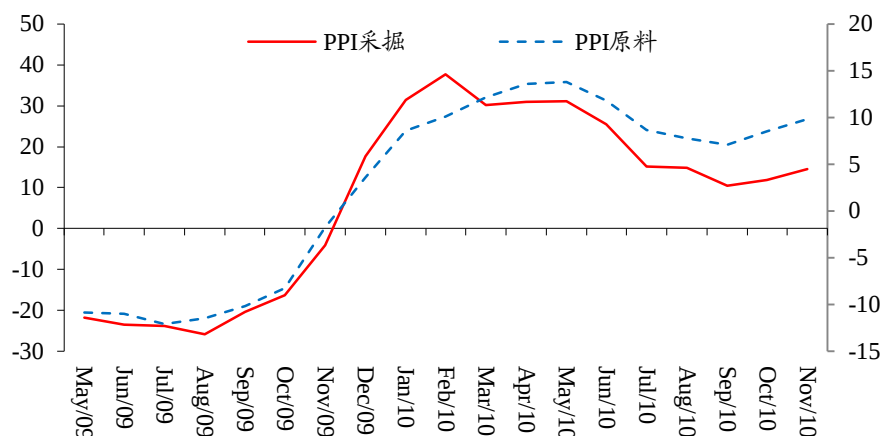
数据表明，自 2010 年 6 月份以来，原材料价格的涨幅明显高于采掘业的价格涨幅，这种情况在今年上半年是不存在的；

其次，这种裂口越向下游越明显，在最下游的产品系列上，原材料价格的涨幅相对温和，但产成品价格的涨幅非常高，二者存在着异常大的裂口；这一裂口在今年 5 月份之前也是没有过的；

最后，如果我们将 PPI 总体指数分解为累积涨幅和当月涨幅，可以明显的观察到在最下端当月的涨幅显著高于累积涨幅；中上端产品的当月涨幅低于累积涨幅。这表明中上端产品的价格还存在下降的趋势，而最下端产品的价格仍在显著

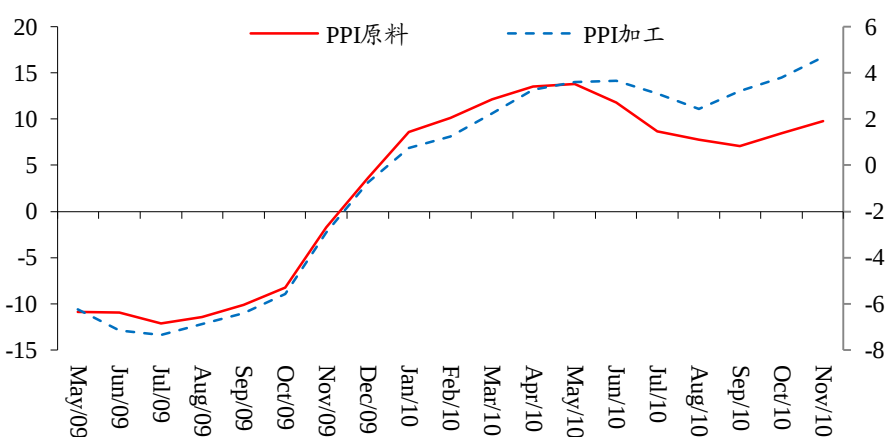
上升。这同样清楚的表明节能减排在产品价格领域的显著影响。

图 22: PPI 原料增速超越采掘 (%)



数据来源: CEIC, 安信证券

图 23: PPI 加工增速超越原料 (%)



数据来源: CEIC, 安信证券

表 2: 2010 年前 11 个月 PPI 和工业增长同比 (%)

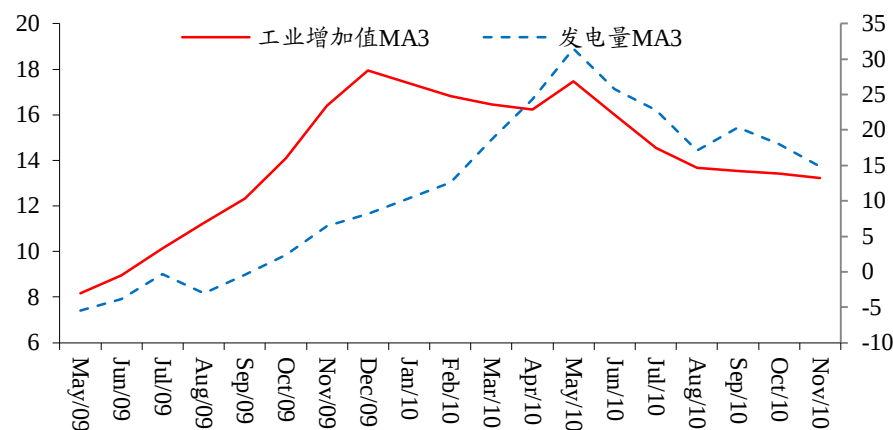
	PPI	PPI 采掘	PPI 原料	PPI 加工	工业增速	发电量
2010 年 1-11 月	5.5	23.1	10.2	2.9	15.8	14.0
2010 年 11 月	6.1	14.6	9.8	4.7	13.3	5.6

资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

其次, 2010 年下半年以来, 发电量和工业增加值下降的幅度非常接近, 而上

半年两者的同步性不强。进出口层面的数据同样可以验证节能减排的影响。

图 24: 工业增加值与发电量 (%)



数据来源: CEIC, 安信证券

(二) 节能减排压力消失对短期市场的积极影响

那么, 如果 2011 年年初节能减排的压力消失, 会出现什么情况呢? 我们认为所有的数据都会向相反的方向走。

首先, 从经济基本面来看, 节能减排的压力一旦消除, PPI 可能会出现阶段性的下降, 工业阶段性加速, 并可能启动存货累积的周期, 从而在一段时间内支持工业的加速增长。如果考虑到十二五规划的刺激作用, 经济增长的加速可能会更为明显。同时因为基数和其他短期因素的影响, 明年春节之后 CPI 可能也会出现一个短暂的回落。将这些因素合并到一起, 我们可能将看到经济向好, 物价回落, 基本面阶段性好转。

其次, 从流动性视角来看, 在流动性的供应方面, 节能减排影响的消除会使贸易盈余的增长出现阶段性加速; 随着美元汇率的反弹基本上告一段落, 国际资本流动的情况可能会比较平稳; 在银行信贷层面, 一季度的银行信贷投放量一般

相对较大。所以流动性的供应在 2011 年一季度可能会在节能减排消除的情况下出现阶段性的改善。从流动性需求来看，通货膨胀可能会出现阶段性的回落，这将在边际上降低实体经济对流动性的交易性需求。这一局面对市场而言是相对有利的。

但是这一局面并不具有可持续性。如果工业生产加速随后启动了存货周期，PPI 和 CPI 在 2 季度可能又会重新掉头向上，贸易盈余也会出现下降，随着紧缩力度的加强和信贷投放的季节性放缓，流动性可能也将从较为宽松的局面逐步转向中性偏紧。随后在一些催化剂的作用下，市场的趋势会重新转向谨慎，并等待下半年的数据和政策来明确进一步的方向。

目前我们倾向于认为，由于 2011 年上半年房地产供应的增长和边际上资金条件的逐步收紧，房地产市场阶段性地转入平稳态势的可能性是存在的；同时 2011 年下半年通货膨胀也可能出现阶段性回落，或者基本稳定下来；新周期启动方面的不确定性较大，但这一可能性需要认真对待。在这样的背景下，下半年风格转换的风险还是比较明显的。考虑到指数的构成情况，风格的变化将对指数产生一定的刺激作用。

需要承认的是，目前去判断 2011 年下半年的情况仍然存在许多的不确定性，进一步的数据和政策的追踪将有助于我们不断完善和修正这些看法。

但比较清楚的是，2011 年很难是一个单边上升的趋势，波段的把握将很重要。

分析师简介

高善文，首席经济学家，北京大学理学学士、经济学硕士、中国人民银行研究生部博士。2007年4月加盟安信证券研究中心。

莫倩，高级宏观分析师，北京大学理学学士、经济学硕士。2007年4月加盟安信证券研究中心。

高伟栋，宏观分析师，北京大学理学学士、经济学硕士。2009年7月加盟安信证券研究中心。

尤宏业，宏观分析师，北京大学理学学士、经济学双学士。2008年5月加盟安信证券研究中心。

温永鹏，宏观分析师，北京大学理学学士、德国哥廷根大学经济学博士。2010年4月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

高善文、莫倩、尤宏业分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	黄方禅	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034