

2010 年 A 股中期投资策略报告

股票投资策略报告

本报告的主要看点：

讨论中国经济转型。我们相信在未来较长时间内，对 A 股市场的讨论都需要置于经济转型的框架之下。当然，转型的进程会是曲折反复的，那么这一框架在未来就还存在很多动态调整的必要性。我们将逐步完善对转型的研究。

穿越“转型的三峡”

基本结论

- **中国经济已步入“转型的三峡”。**我们在目前这个时点，重点讨论转型的压力与方向：
 - **青壮年劳动力拐点出现，转型迫切。**中国青壮年劳动力人口拐点在 2008 年前后已经出现。在原材料价格上涨之后，劳动力优势的消退，将使得经济面临增长瓶颈与通胀压力的“两难”境地。
 - **我们在转型过程会看到以下现象：**以规模扩张为特征的投资会出现明显的下降，劳动力成本持续快速上升，制造业盈利能力遭受较大压制，低利率环境将逐步趋紧，政府在转型过程中会担负起更多的责任。
 - **中国转型压力大，挑战也大。**如果与日本相比的话，我们青壮年劳动力人口下降的速度更快、在工业化已达到顶峰的情况下城镇化率更低、人均 GDP 较 1970s 初日本看存在较大差距、财政方面的状况尤其是在地方政府的风险暴露较日本当时要高。
- **我们现在身处何地？**中期经济转型，调结构的大方向是确定的，但过程显然是曲折的。转型过程所需要出的空间和时间还看不到很清晰的答案。
 - **在短期周期中，博弈政策松动其实空间有限。**下半年，我们将会看到经济增长将出现下滑；经济在释放部分风险的同时，开始预期政策会出现一定松动，通过诸如保障性住房等措施，对增长加以维护。但我们担心：由农产品和劳动力价格上升带来的通胀压力、政府资产负债表的约束等。这种政策松动在时间和空间上都会受到越来越多的制约。
 - **中期调结构措施已在政策层面推进，效果待查。**坚定的调结构是必由之路。这一条路可能并不会平坦，我们的一些忧虑在于，政府依赖追求增长的惯性思维，尤其是地方政府部门，使得调结构的进程出现反复。这其中，对于经济增长可能出现中枢式的放缓有所准备和接受是前提，不能再照搬原来的规则。
- **A 股市场延续震荡寻底之路。**在转型期间，如果考虑到企业盈利能力的下滑，则 A 股市场整体估值重心都会有所下移，我们目前初步判断 2011 年上市公司盈利增速在[6%,18%]，中值在 10%，但落在下半区间的可能性看起来更大一些。在 2011 年谨慎的利润增长下，测算 A 股总体 ROE 会下降至 13%，这一水平与 09 年底接近，则对应点位在 2300 点。就底部判断而言，从股息率看目前 A 股并不能判定就是绝对价值区域。
- **投资策略：立足长远 安全与成长。**在转型期及以后一段时间，行业配置轮动的效率在降低，更多将是寻找真正具有成长性的公司；从公司层面找机会可能会比行业选择更关键。在以下的行业中，寻找真正具有成长性和竞争优势的公司是我们的策略选择。
 - **制造业升级：**重型机械、电子机械、电气设备、精密仪器、精细化工等
 - **消费服务转型：**农产品、餐饮、食品饮料、新型耐用消费品、品牌服装、旅游、医药、自选超市、保险、信息服务等
 - **约束性化解：**低碳、垃圾处理、水循环利用等
 - **以上行业也已体现出部分估值较高的特征，并不排除未来可能也会有风险的释放；但基于长期的话，最终我们损失的只是时间，无非是时间长短的问题。**

徐伟 分析师 SAC 执业编号：S1130208040232
(8621)61038251
xuwei1@gjzq.com.cn

陶敬刚 联系人
(8621)61038296
taojg@gjzq.com.cn

王晓辉 分析师 SAC 执业编号：S1130210010312
(8621)61038297
wangxh@gjzq.com.cn

内容目录

中国经济穿越“转型的三峡”	5
我们现在身处何地？	14
A 股市场震荡寻底之路	24
投资策略：立足长远 安全与成长	29

图表目录

图表 1：日本 GDP 在 1970s 前后出现了第一次拐点式的下滑	5
图表 2：中国经济在过去几十年中一直保持了较快的增长速度	5
图表 3：镜像：美国需求回落对应出口国危机	6
图表 4：海外需求放缓，中国受到内需集中释放的拉动	6
图表 5：日本青壮年劳动力人口拐点就出现在 1970s 初	7
图表 6：中国青壮年劳动力的拐点已经出现	7
图表 7：台湾 GDP 在 95 年之后，出现趋势性下滑	7
图表 8：台湾，青壮年劳动力拐点，在 1995-1996 年	7
图表 9：韩国 GDP 增速在 97 年之后阶梯式下滑	7
图表 10：韩国青壮年劳动力人口拐点出现在 96-97 年	7
图表 11：日本 1970s 城市化率已达到了 70%	8
图表 12：日本 1970s 产业从第二产业向第三产业转移	8
图表 13：中国的城市化率已接近 50%	8
图表 14：中国第二产业比重持续处于较高位置	8
图表 15：日本在 1970s 初完成了工业化进程	9
图表 16：中国的工业化比率已经超过 40% 达到顶峰	9
图表 17：日本的投资增速在 1970s 初经历了从高增长向低增长的滑落	9
图表 18：中国过去 30 年投资一直维持在较高景气水平，近 10 年要大幅领先于消费	9
图表 19：日本在 1970s 初之后，投资占比趋于下降	10
图表 20：中国投资占 GDP 比重较高，消费占比较低	10
图表 21：日本在 1970s 初前后，劳动力收入出现了快速的提升	10
图表 22：日本在 1970s 转型期间，利率由之前的宽松转为适度紧缩	11
图表 23：日本转型期，制造业的毛利率出现明显下滑，费用率刚性	11
图表 24：日本转型期，企业的净利润率出现了明显的下滑	12
图表 25：日本在转型期间，政府开始发挥越来越大的作用	12
图表 26：日本通过政府在经济中贡献的提升，来维持经济增长	13
图表 27：中国人均 GDP 持续增加，但如果经过不变价以及购买力平价调整，目前中国人均 GDP 较 1970s 初的日本其实有较大的差距	13
图表 28：中国这一轮经济周期呈现快速轮换的特征	15

图表 29：欧元区整体赤字率并非最高，但是结构性差异却使其更易受到攻击	16
图表 30：欧元危机演进逻辑图	16
图表 31：欧元大幅下挫	17
图表 32：欧元区经济体被迫紧缩财政	17
图表 33：海外经济将又经受政府去杠杆的过程	17
图表 35：PIIGS 主权 CDS 大幅飙升，西班牙、葡萄牙、意大利创新高	18
图表 36：法国、德国、英国、奥地利、美国主权 CDS 从 3 月份开始快速上升	18
图表 37：新兴经济体主权 CDS 并没有创出新高，但是 4 月下旬以来快速上升	18
图表 38：房价、地价持续上升	19
图表 39：房地产调控快速扭转行业景气，新开工和投资增速预期大幅下调	19
图表 40：房地产投资拉动的产出占行业 2009 年总产值的比重（%）	20
图表 41：国金宏观对 CPI 的预测	20
图表 42：2009 年房地产行业贷款快速增长	21
图表 43：2009 年地方政府融资平台规模爆发式增长	21
图表 44：央行年初以来 3 次上调准备金率	21
图表 45：2 月下旬以来央行公开市场持续净回笼	21
图表 46：银行贷存比下降，但银行间市场并没有出现收益率曲线的整体性下降，短期利率上升甚至引发加息嫌疑	22
图表 47：土地价格与房价正相关，且波动幅度更大	22
图表 48：土地出让金和地方政府融资平台是地方政府的钱袋子	22
图表 51：日本转型期间的主要政策安排	23
图表 49：日本 1975-95 年之间纺织品、金属及非金属制品的出口增长停滞，但机械及交运设备和化学制品仍维持快速增长	23
图表 53：A 股市场领先下跌	24
图表 54：商品价格也开始下跌	24
图表 55：中国的 ROE 处于相对高端，但估值也较高	24
图表 56：中国的 ROE 处于相对高端，但估值也较高	24
图表 57：从分红收益率角度，似乎还有一定差距	25
图表 58：一些行业的分红收益率较历史还有差距	25
图表 59：历史上盈利增长的环比假设	26
图表 60：我们对 2010 年企业盈利增长的假设	26
图表 61：不同的环比假设	26
图表 62：2011 年工业上市公司 ROE 下滑的可能性更大	27
图表 63：工业上市公司利润增速会落得个位数增长	27
图表 64：2010 年增长与估值	27
图表 65：2011 年增长与估值	28

图表 66：日本经验：制造业在转型后利润率会受到持续的挑战，非制造业则维持相对稳定	29
图表 67：日本转型经验：制造业中投资相关产业链利润率低于平均水平	29
图表 68：日本经验：制造业中电气设备、精密设备利润率的保障度更高	29
图表 69：日本经验：食品、批发等消费行业利润率能够维持基本稳定	30
图表 70：日本经验：信息技术利润率优势明显，其次是生活服务等服务业 ..	30
图表 71：日本经验：1975-1982 投资产业链行业缺乏正向回报	30
图表 72：日本经验：1975-1982 升级制造、消费服务业有较好表现	30
图表 73：日本经验：规模前 10 大制造业公司的座椅交替	31
图表 74：日本经验：规模前 10 大制造业公司的座椅交替	31

中国经济穿越“转型的三峡”

中期来看，经济如何转型是摆在我们面前的重大问题。过去三十年中国经济好比长江一样冲出高原，气势磅礴的咆哮前进；而现在已经开始进入三峡，这一路面临的将是急流险滩，曲折激荡；但也只有顺利穿越三峡之后，才能豁然开朗，奔赴大海。

在转型的过程中必然会充满各种不确定性，因此我们很难通过逻辑分析清晰简单的描绘出未来演进的图景，这里我们主要想借鉴一下日本经济转型过程中的经验和规律，或许对我们认识中国经济未来转型有所帮助。

转型：增长瓶颈和通胀隐忧

中国过去几十年一直维持了较高的经济增速，堪称增长的奇迹。这个奇迹其实在许多国家也发生过，而这些国家也都经历过经济从高增长向低增长滑落的过程，转型就此发生。

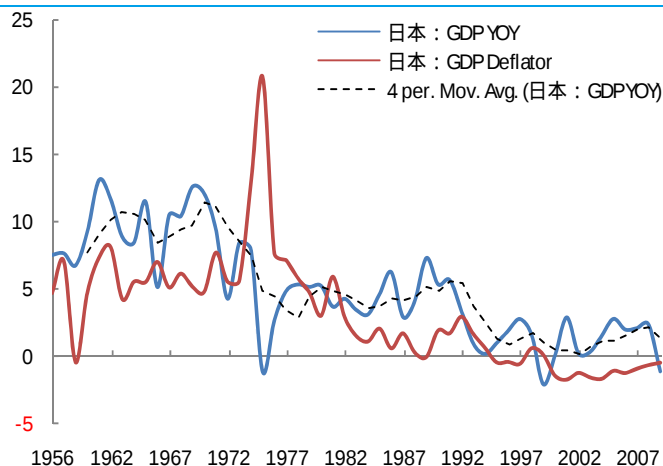
首先面临的一个问题是，转型一般都不会一帆风顺，都要经历一个动荡的过程。日本经济在 1970s 初增速从 10% 滑落到 5%，在 1990s 初又从 5% 滑落到 0 增长。在这些过程中，经济往往都会出现比较大的波动，或者是通胀压力、或者是石油危机冲击、或者是资产价格泡沫，都会表现得较为剧烈，转型的过程往往不会很顺畅。

同时，我们观察到两个现象与追赶经济体转型有关，第一个是海外需求出现危机。追赶经济体很大程度上依赖于海外需求的持续拉动，经济转型既是国内因素制约，同时也受到海外环境影响；日本 1970s 转型也是在美国发生危机的背景下发生的，也是要求日本平衡贸易，扩大内需；中国目前面临的情况与之十分类似；海外需求下降会带来明显的短期冲击，成为经济下滑的诱因。

第二个在于通胀压力，通胀压力明显的上升其实表明国内潜在增长能力的下降；日本虽然在 1974 年遭遇石油危机，但其实在此之前几年，通胀就已经居高不下，尤其是 73 年通胀水平就已经先冲到了 13%。在转型过程中，日本经济遭遇了较为明显的通胀压力。一方面：原材料成本的通胀压力；另一方面：劳动者工资的上升；再一方面，流动性过剩引发的各种商品价格的上涨。

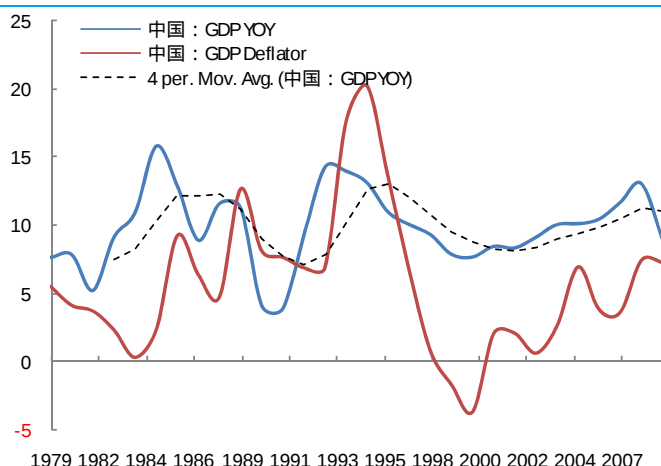
2008 年中国遭受了全球金融危机带来的外需冲击，但同时又通过国内内需的释放保持了经济的增长；但增长的瓶颈也开始较快的体现出来：原材料价格出现较大幅度的上升，此外人力成本也开始上升，通胀和资产价格的隐忧出现。增长瓶颈与通胀隐忧这个“两难”的问题可能还会困扰我们较长一段时间。

图表1：日本 GDP 在 1970s 前后出现了第一次拐点式的下滑

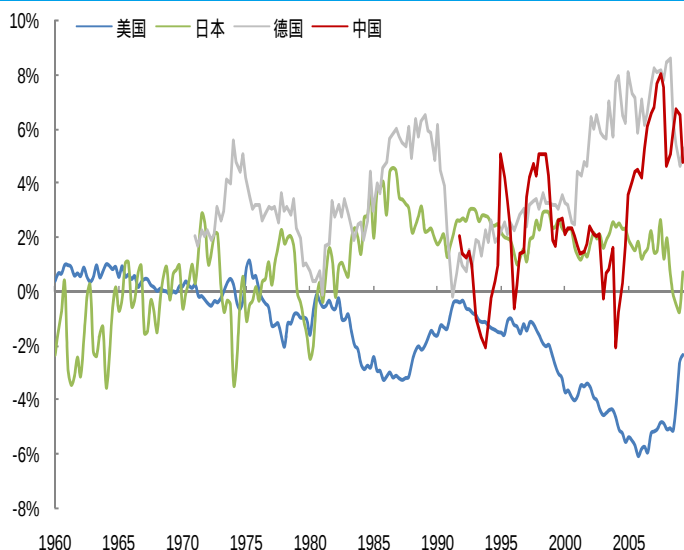


来源：国金证券研究所

图表2：中国经济在过去几十年中一直保持了较快的增长速度

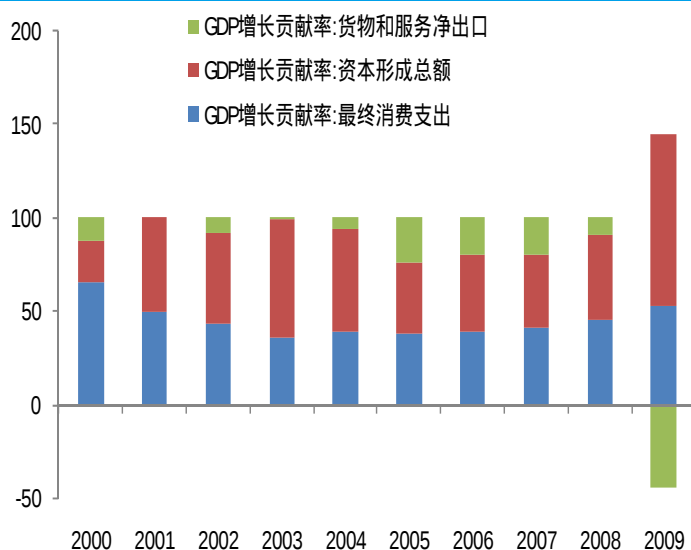


图表3：镜像：美国需求回落对应出口国危机



来源：国金证券研究所

图表4：海外需求放缓，中国受到内需集中释放的拉动



我们已处在经济转型进程之中

有关于中国经济转型或者是结构调整的话题其实一直都被讨论。我们认为中国经济目前就已经处在转型的进程中。

我们关注到中国青壮年劳动力拐点已经出现：我们一般会用 15-64 岁的劳动人口进行抚养率的测算，表示人口红利。不过我们认为用 15-44 岁青壮年劳动人口占比这个指标，更能揭示经济转型的拐点。青壮年劳动力一般意味着生产能力强、储蓄能力强、住房需求高等特征；而一旦青壮年劳动力拐点出现后，也就意味着生产能力下降、人力成本将开始上升、消费意愿上升。

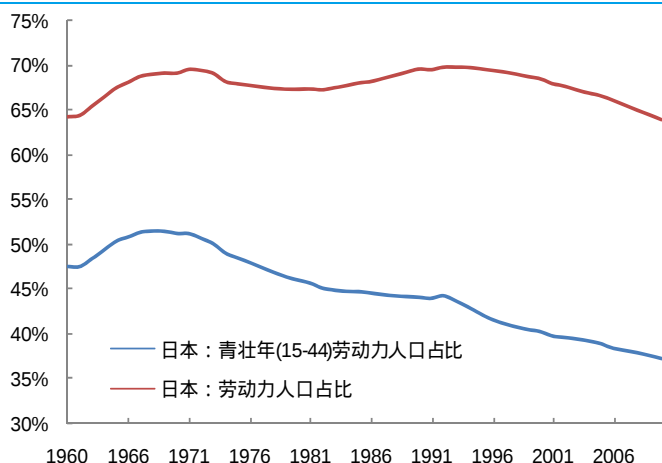
日本青壮年劳动力拐点出现在 1971 年，之后 10 年从 50.7%下降至 45.6%；中国青壮年劳动力拐点已经出现，并且在未来 10 年中将从 48.8%下降至 41.6%，考虑到计划生育政策，中国青壮年劳动人口占比下跌速度要大于日本。因此尽管从人口红利角度看，中国还会持续到 2015 年，但经济结构转型从目前其实已经开始。

我们还考察了台湾和韩国的青壮年劳动力人口的拐点，在其拐点出现之后，两国的经济增长也都出现了明显的阶梯式下滑。在此之前，尽管经济也会出现较大的周期波动，但并未有中枢式的下降。

我们认为还有 2 个方面值得关注：一是韩国、台湾经济体受外部冲击的影响更大，GDP 短期下滑十分明显，有通缩而非通胀压力，这主要与这些国家对外资的风险暴露较大有关，在出现危机时，外资集中流出会使本国金融体系遭受重创，难以出现内需放松；而在这一方面，1970s 的日本和 2008 年的中国则在内部有较大的回旋余地，可以通过释放内需来维持一定的经济增速。但同时，值得警惕的是，日本 1972 年的“列岛改造计划”最终导致了 73 年的高通胀，也终结了高增长的时代。

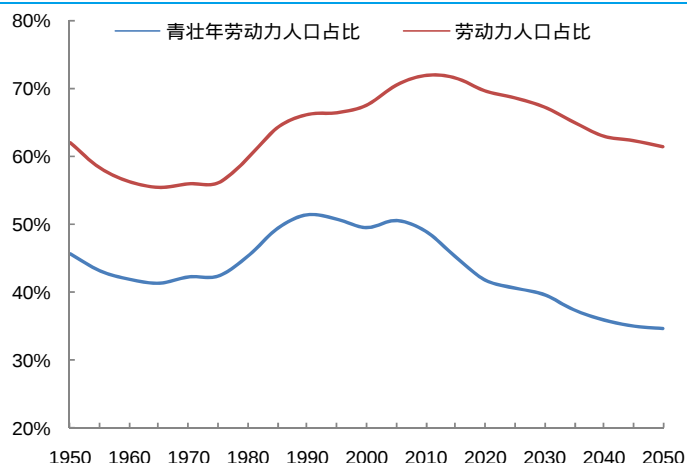
二是我们看到韩国和台湾虽然都遭受到了青壮年劳动力的拐点，但 2000 年之后，韩国经济表现要明显好于台湾；日本经济在 1970s 中后期也要明显好于当时其他发达经济体；我们认为主要在技术创新、产业升级等内生性增长方面前者要做的更为成功。这也是说，如果经济能够在产业升级方面进行彻底的转型，则新的增长景气并不是不可以期待的。

图表5：日本青壮年劳动力人口拐点就出现在1970s 初

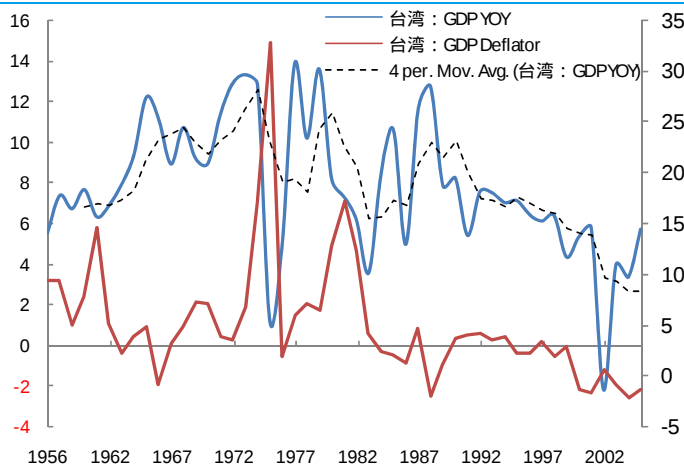


来源：国金证券研究所

图表6：中国青壮年劳动力的拐点已经出现

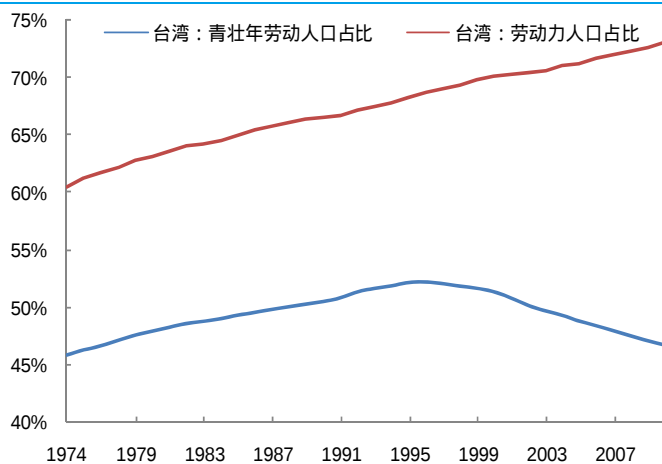


图表7：台湾GDP在95年之后，出现趋势性下滑

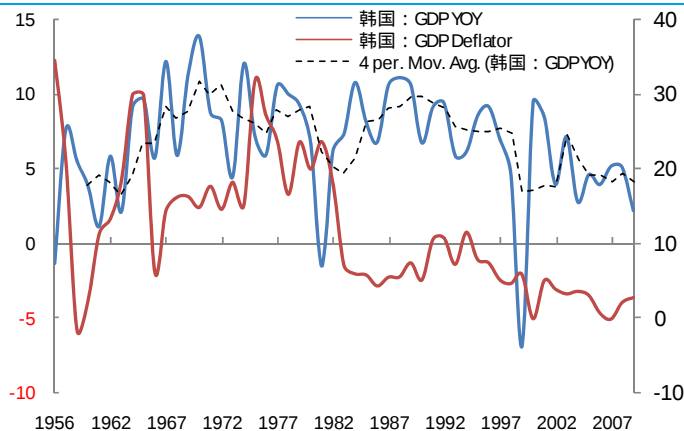


来源：国金证券研究所

图表8：台湾，青壮年劳动力拐点，在1995-1996年

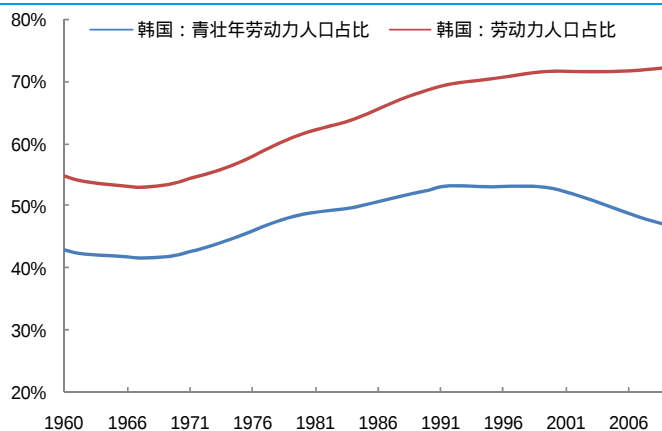


图表9：韩国GDP增速在97年之后阶梯式下滑



来源：国金证券研究所

图表10：韩国青壮年劳动力人口拐点出现在96-97年

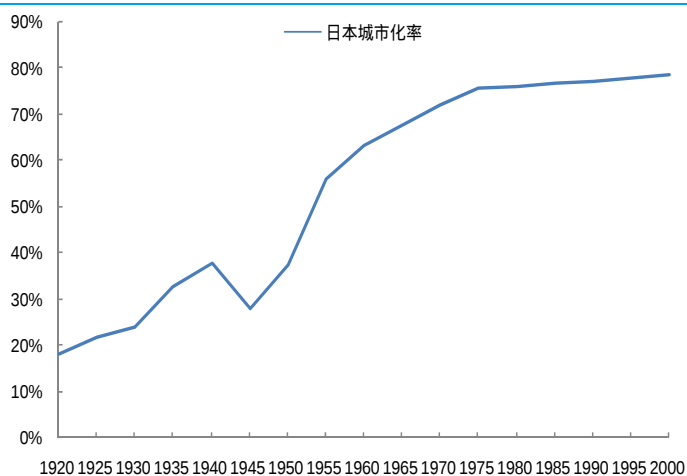


其他指标：工业化 城市化水平都已不低

从其他一些指标对比来看：中国工业化率已经处于高位：中国工业化率已经超过 40%，甚至要略高于 1970s 转型之前的日本工业化比率。中国城市化率接近 50%：日本城市化率提升速度较中国更快，中国受到户籍制度、二元结构等因素影响，城市化要慢于工业化；但 50%的城市化率意味着城市化也面临从集中走向分散的转型。

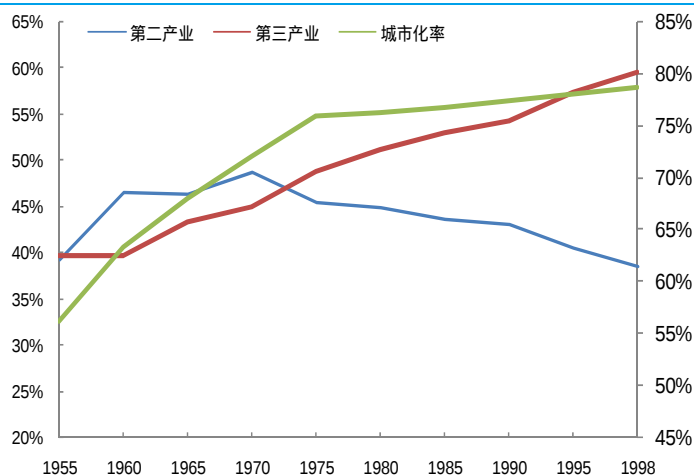
中国的城镇化还有较大的空间，但依然也面临较大的挑战；城镇化率低并不意味着就一定有很大的空间，它还取决于一些条件；如泰国城镇化率就一直是落后于工业化，城乡割裂比较严重。中国城镇化未来的发展其实也取决于调结构的进行，要推进居民消费能力增强、服务业的发展、出现新的能够吸收劳动力的产业、加大对劳动者的技术培训和教育等等，这样中国城镇化才会出现确实有效的提升。城镇化某种意义上是个结果，而非原动力。

图表11：日本 1970s 城市化率已达到了 70%

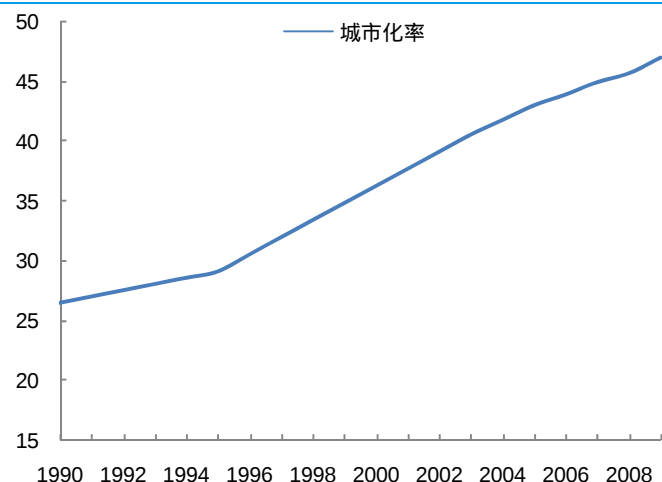


来源：国金证券研究所

图表12：日本 1970s 产业从第二产业向第三产业转移

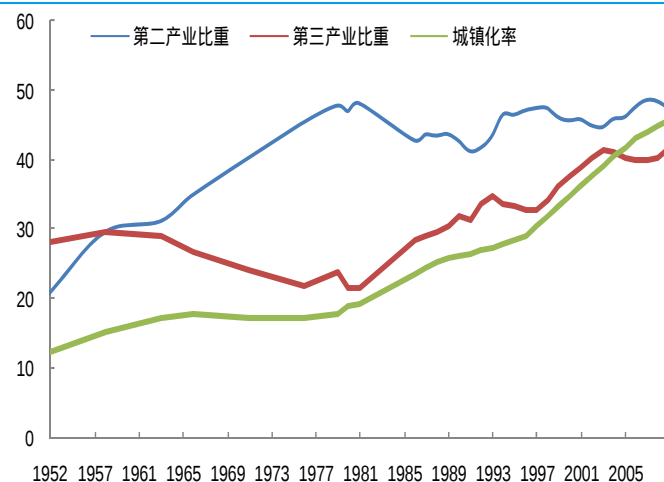


图表13：中国的城市化率已接近 50%

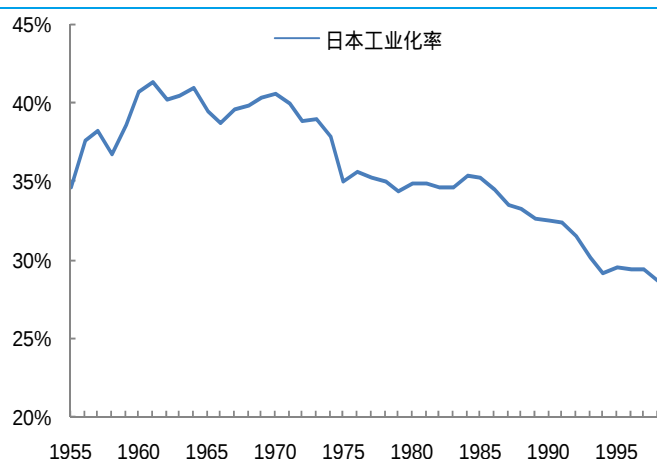


来源：国金证券研究所

图表14：中国第二产业比重持续处于较高位置

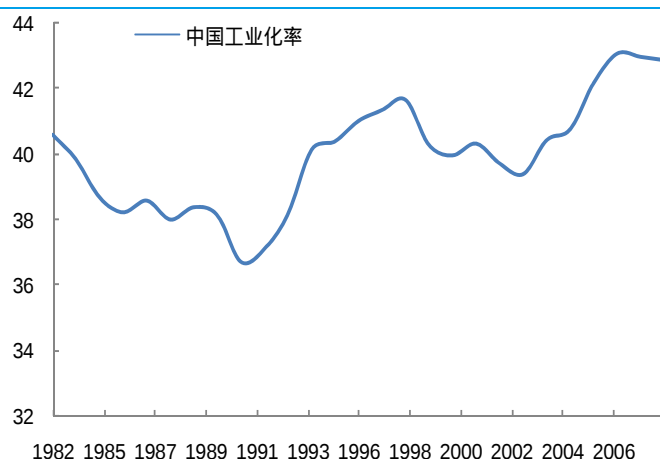


图表15：日本在 1970s 初完成了工业化进程



来源：国金证券研究所

图表16：中国的工业化比率已经超过 40% 达到顶峰



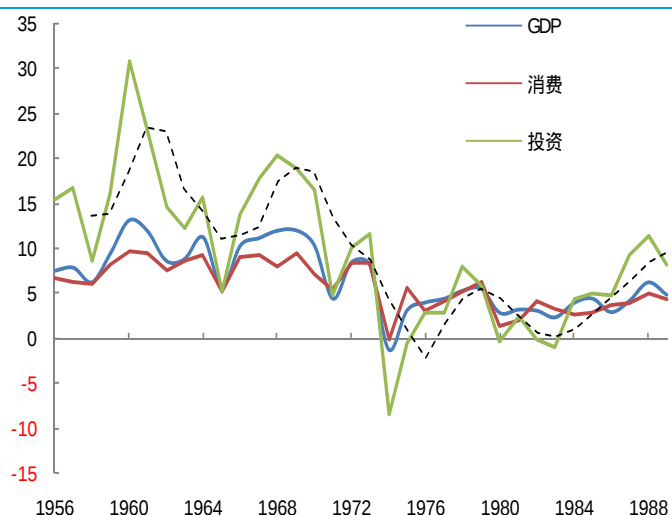
■ 转型现象观察：投资将出现系统性下降

我们在下文中总结了，在经济转型过程中会看到的一些特征。在经济从原先的高速增长向适度增长回归的过程中，从结构上主要体现为投资增速或者投资占比的下降。

中国在过去几十年中，投资尽管也经历了周期性的波动，但一直还是维持在较高的增长水平。并且在近 10 年中，投资增长与消费增长呈现出一定背离的态势。从结构上来看，中国投资占 GDP 的比重较日本转型期间还要更高；并且，中国更加依赖于出口的拉动，由此中国的消费占比较日本转型时期要低上不少。

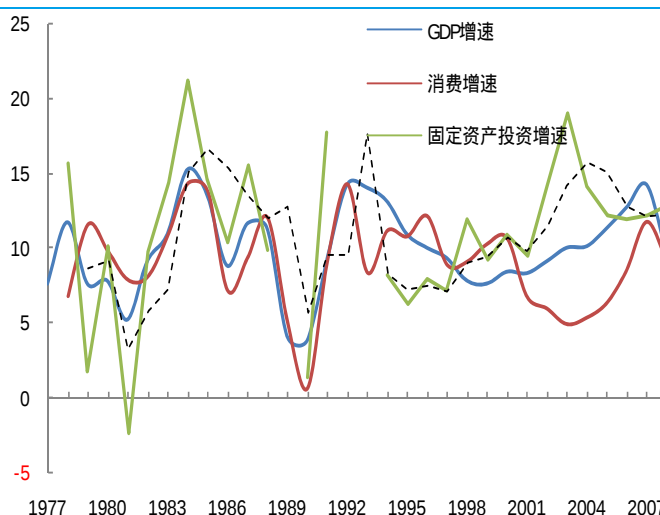
在追赶型经济体面临供给瓶颈之后，原先规模扩张带来的增长将面临挑战，在出口和投资的引擎驱动熄火之后，就会面临很强烈的转型压力和要求。

图表17：日本的投资增速在 1970s 初经历了从高增长向低增长的滑落

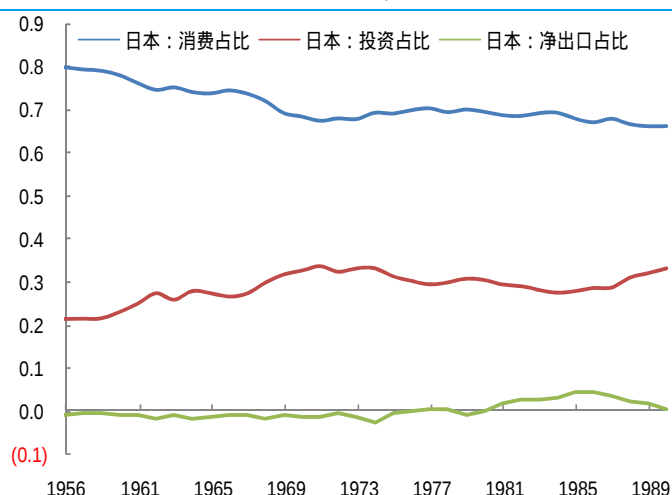


来源：国金证券研究所、中国的投资数据我们剔除了异常波动的年份

图表18：中国过去 30 年投资一直维持在较高景气水平，近 10 年要大幅领先于消费

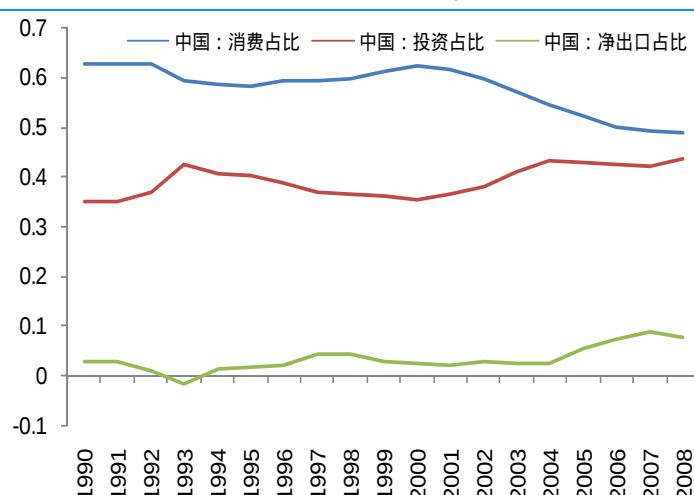


图表19：日本在1970s初之后，投资占比趋于下降



来源：国金证券研究所

图表20：中国投资占GDP比重较高，消费占比较低



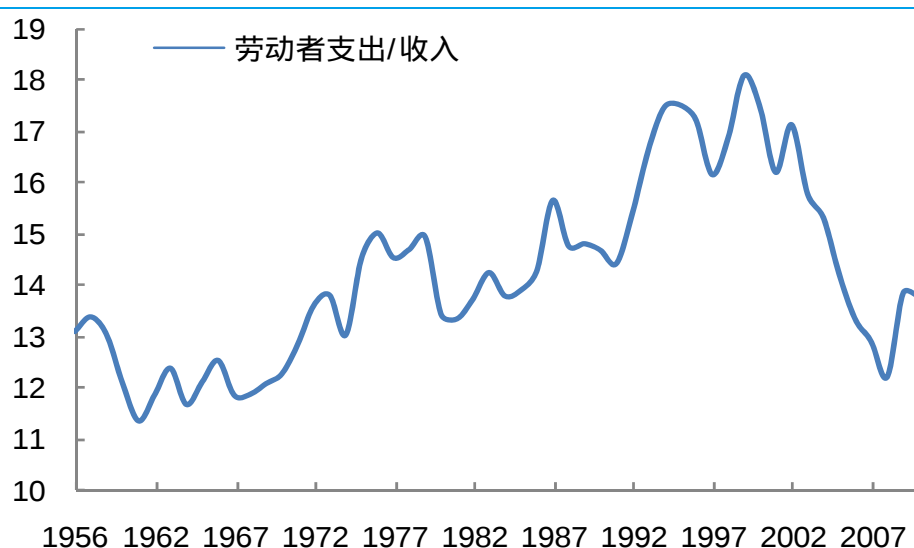
■ 转型现象：劳动力成本上升 利率环境趋紧

劳动力成本将出现快速上升。之前，在经济依靠投资拉动的情况下，原先利润分配中主要偏向企业；而在青壮年劳动力拐点出现之后，劳动力部门会出现较为强烈的再平衡要求。日本在1970s转型前后，劳动力成本支出占企业收入的比重出现快速上升，这一点从近几年中国，越来越多的劳工荒和薪酬争议上就可以看出压力已经在累积。我们认为，未来几年能够预见中国劳动力成本会持续上升，尤其是在制造业领域。

利率环境面临调整压力。在原先的高速增长期间，人口比较年轻，储蓄率相对较高，资金供给过量；并且政策上更倾向于保持相对低的利率以刺激经济增长。但在转型期，通胀压力或者是资产泡沫压力的负面作用将体现得越来越明显，货币决策部门将面临艰难的挑战和权衡，无论过程如何最终资金的价格也会出现再平衡的过程。

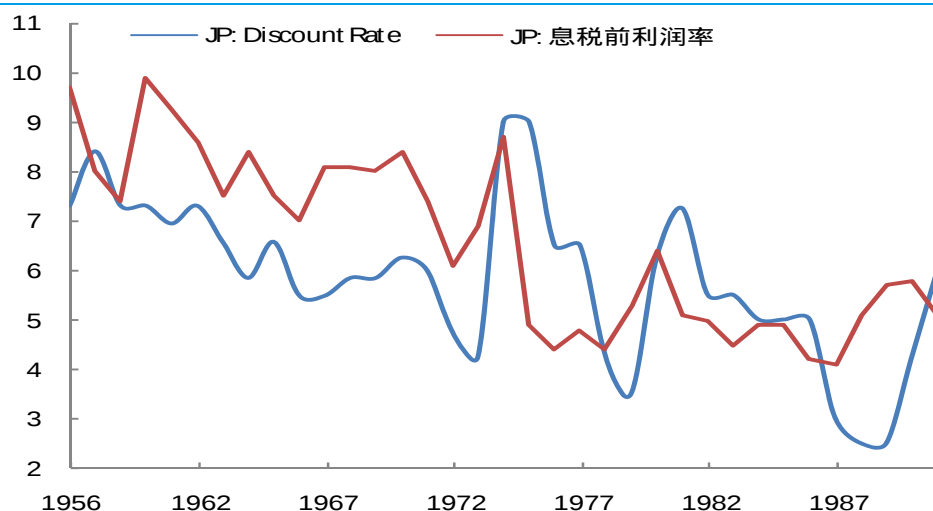
这些因素，都会对制造业盈利能力造成冲击，从而导致制造业投资面临制约，这些可以解释为什么经济滑落过程中主要体现为投资的下降。

图表21：日本在1970s初前后，劳动力收入出现了快速的提升



来源：国金证券研究所

图表22：日本在1970s 转型期间，利率由之前的宽松转为适度紧缩

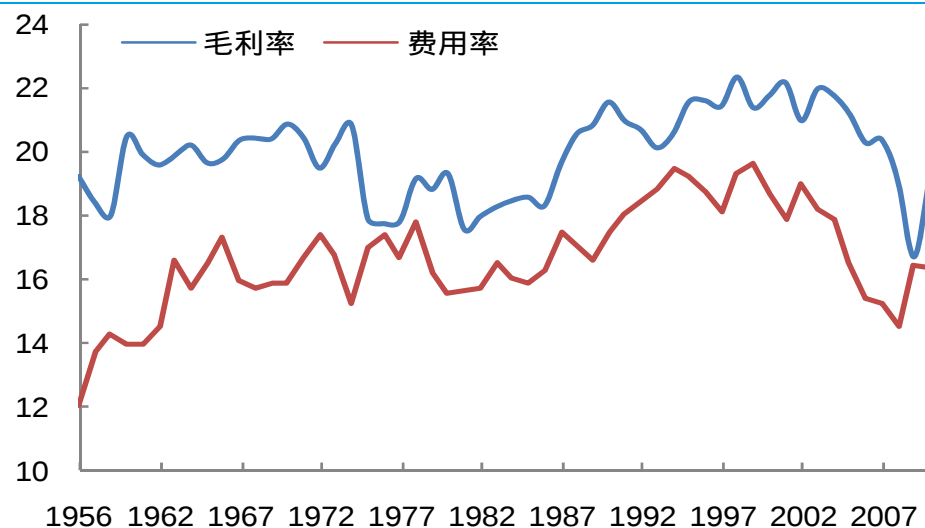


来源：国金证券研究所

■ 转型现象：企业利润率面临下降的考验

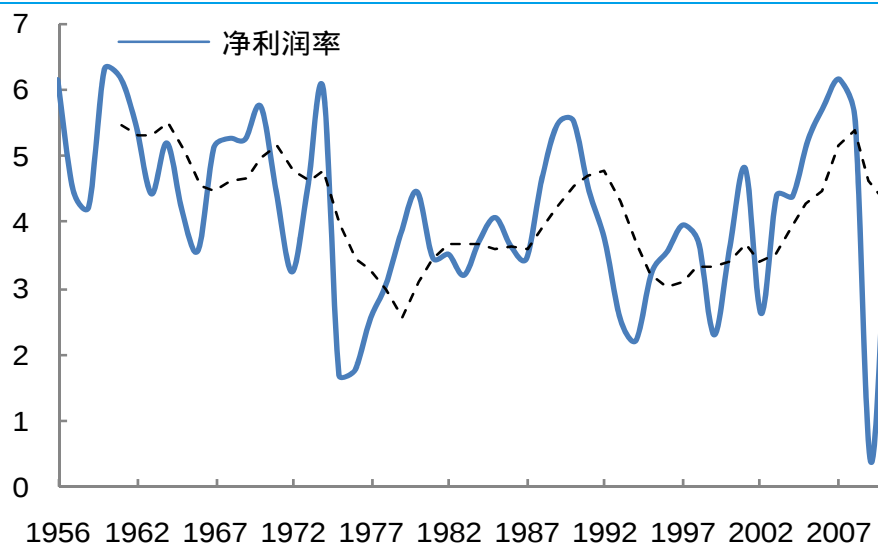
就企业层面而言，我们观察到制造业毛利率在转型过程中会受到比较明显的冲击，主要是在原材料和人力成本价格上涨方面。而费用率则维持刚性，因为过多的产能意味着企业面临的竞争压力并没有减轻。从制造业净利润率的表现来看，转型过程意味着制造业会从原先的高盈利滑落。

图表23：日本转型期，制造业的毛利率出现明显下滑，费用率刚性



来源：国金证券研究所

图表24：日本转型期，企业的净利润率出现了明显的下滑



来源：国金证券研究所

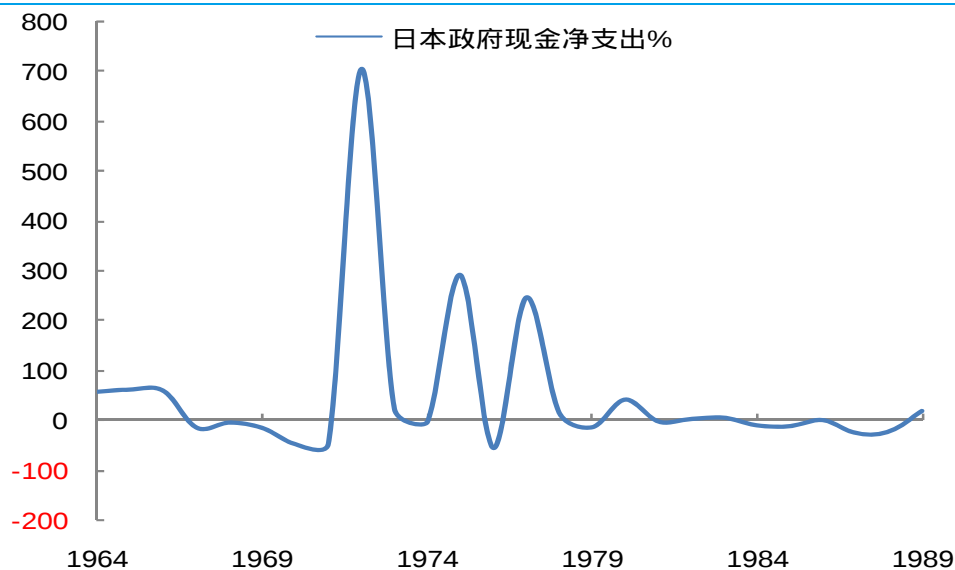
■ 转型现象：政府政策将起到更重要作用

转型过程中，政府政策起到的作用将会益发明显。在经济增长下降的过程中，实体经济回报出现下滑，企业投资下降，此时政府会站出来承担更多的责任。

我们看到日本政府首先是在 1972 年推出了列岛改造，大幅的增加了政府的开支，但随之而来是通胀；之后在 1975 年以后，日本政府主要开支放在了居民转移支付上。我们可以看到，日本政府所背负的债务持续上升。

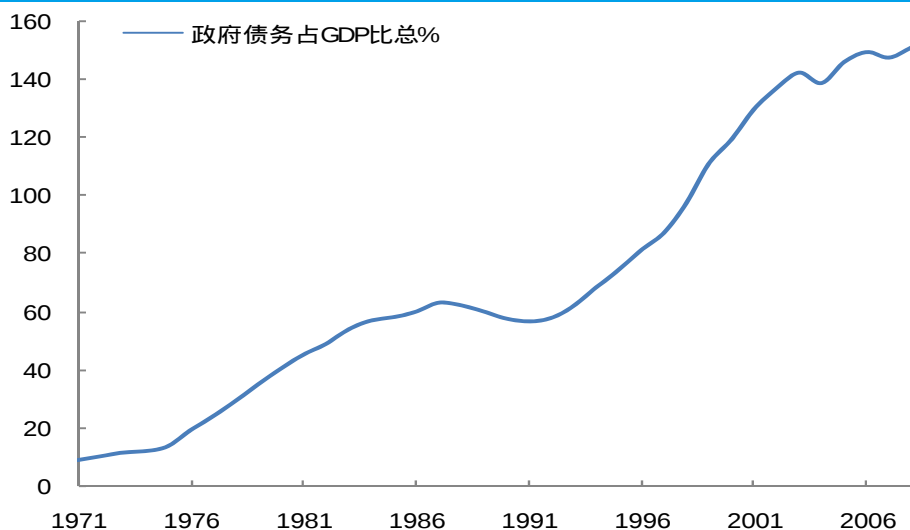
中国的政策显然也会对未来较长一段时间内的经济起到关键作用和影响。但相比日本，我们目前政府债务占 GDP 比重，如果考虑地方融资平台的话，可能接近 50%，这与 1970s 初时期的日本相比，还是要高了不少。这也就对政府的财政平衡提出了更高的要求。

图表25：日本在转型期间，政府开始发挥越来越大的作用



来源：国金证券研究所

图表26：日本通过政府在经济中贡献的提升，来维持经济增长



来源：国金证券研究所

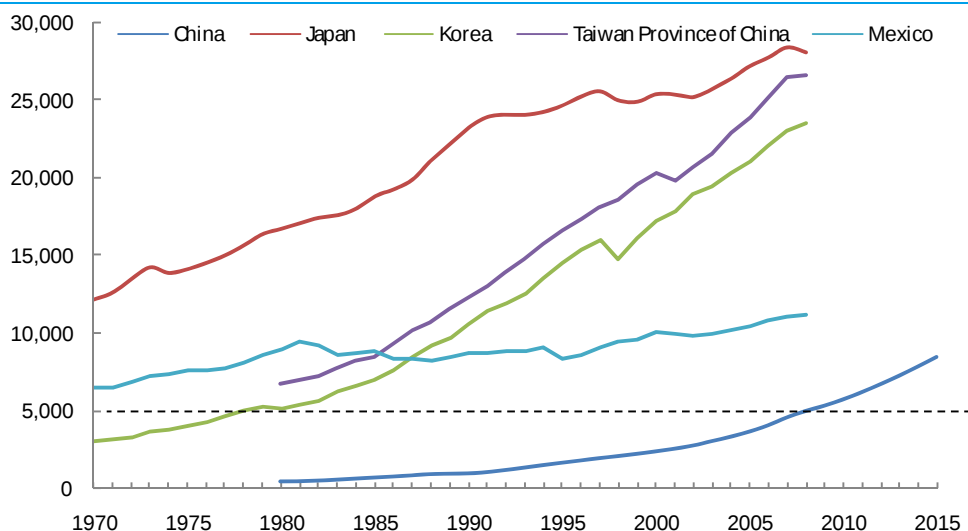
中国经济转型所面临的巨大挑战

中国面临的经济转型的压力已经开始体现得愈发的明显，同时，我们认为中国转型的挑战也相当巨大。

如果与日本相比的话，我们青壮年劳动力人口下降的速度较它们来得更快、我们在工业化已经达到顶峰的情况下城镇化率更低、我们人均 GDP 较 1970s 初日本从不变价角度看还是存在较大差距、中国财政方面的状况尤其是在地方政府的风险暴露较日本当时要高。所以从中期经济转型的角度，我们面临的压力会更大一些。

不过，从长期看，在度过这个艰难的转型关隘后，我们认为中国经济本身还是存在很多的增长空间，长期看我们对远景并不悲观。只是中期的这个转型过程所需要出的空间和时间我们还看不到很清晰的答案。

图表27：中国人均 GDP 持续增加，但如果经过不变价以及购买力平价调整，目前中国人均 GDP 较 1970s 初的日本其实有较大的差距



来源：国金证券研究所

我们现在身处何地？

“强调田中内阁的“列岛改造”、“福利元年”的积极财政，以及日本银行通货供给的扩大，最初引起低价等资产价格的上升，接着波及国内物价，在发生石油危机的 1973 年秋，日本经济已经遭到了国内物价较前一年上涨 20% 的高通胀的冲击。这是高速增长行将终结的序曲，也是混乱与调整的 70 年代的揭幕。造成这种局面的原因，是在已经改变了的环境中仍然照搬原来的规则和因此而一再做出的悖理的裁决”。

----日本经济史

经济周期呈现出快速演进特征

如果从一个相对中期的周期定位来看，我们在上文中重点讨论了中国已经处于经济转型的进程中。中国青壮年劳动力人口拐点在 2008 年已经出现，同时又面临国外需求大幅下滑，在 2008 年中国通过释放内需来抵御外需下滑；2009 年为中国政策保增长的 1 年，各类政府投资和区域振兴维持了经济较高的增长；进入到 2010 年，由于中国经济增长瓶颈的存在，因此资产价格再度膨胀、通胀压力出现等开始对中期增长的可持续性提出很大的挑战，经济调结构的要求增强。

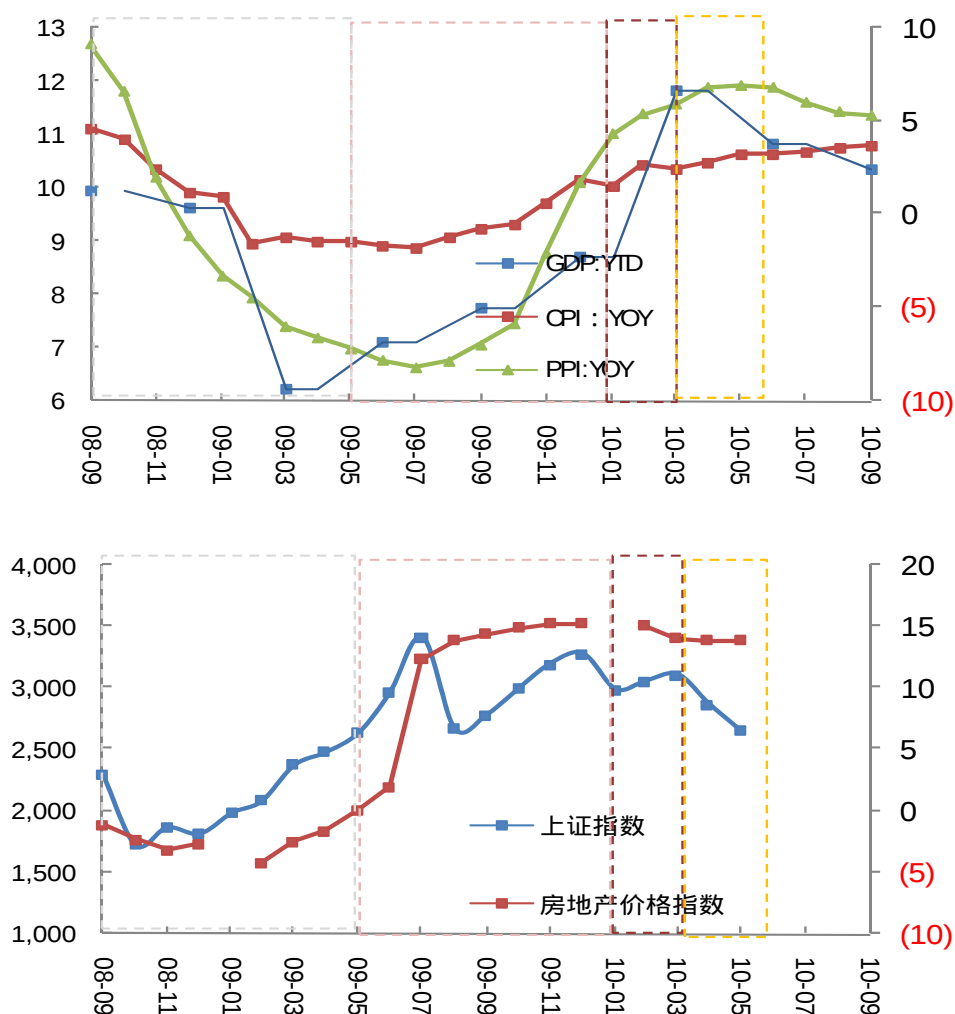
从相对短期的周期看，在 2010 年 1 季度出现过热迹象，但持续时间较短，一方面是相对较高的原材料价格对利润率的抑制作用开始出现；同时，资产价格如地产在 1 季度末出现快速上涨，积累了较大的价格风险；与此同时，政策出于对通胀潜在压力的担忧开始紧缩；经济很快的进入到一个带有滞胀特征的周期中，股市在此阶段也出现了较快的下跌。

从下半年看，我们将会看到经济增长将出现下滑，地产投资回落将逐步体现；在流动性紧缩和对地产进行调整的背景下，随着大宗商品价格的下跌，部分通胀的压力在降低；经济在释放部分风险的同时，政策也会赢得一定松动的空间，通过诸如保障性住房等措施，来对增长加以维护。但其中，我们对价格方面仍有一些担心，主要在于今年天气状态下农产品价格存在一定风险因素，以及工人工资刚性上升后带来的价格压力，这些可能会对下半年经济构成额外的干扰。

我们认为短期的政策即使有所松动，但总体上空间都会比较有限，与 2008 年末的刺激政策已不可同日而语；中期内，海外经济的风险依然会较长时间存在、中国如何权衡保增长与调结构、消解潜在通胀压力、实现经济转型都还会是较长一段时间内的主要矛盾。

之下我们主要讨论了 3 个方面：从海外经济看，可能在较长一段时间内都还会处于相对低迷的位置，转移至政府部门的风险释放还要经历一个较长的过程；从国内经济看，针对地产等过热领域的调控措施必然会给短期经济带来阵痛；同时，在经济下滑的过程中，受到各种因素的制约政策松动的空间其实有限。我们处在转型的阵痛过程中，尚不能看到清晰的结果。

图表28：中国这一轮经济周期呈现快速轮换的特征



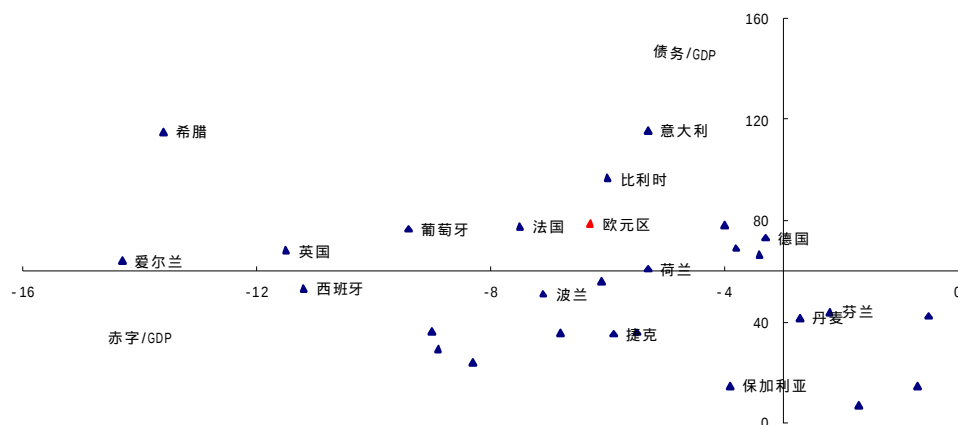
来源：国金证券研究所

海外经济风险会较长时间存在

■ 欧洲问题：一个死结

PIIGS 危机的本质是政府为了应对有效需求的不足而过度增加公共部门杠杆，引发市场对政府财政以及货币的不信任。公共部门杠杆过高以及货币超发的局面普遍存在，但欧元区独特的货币财政体制决定了欧元的存在建立在严格的财政纪律基础之上，而区内债务分布的失衡，使得结构性危机容易放大到整个货币区，从而引发整个区域的危机。

图表29：欧元区整体赤字率并非最高，但是结构性差异却使其更易受到攻击



来源：国金证券研究所

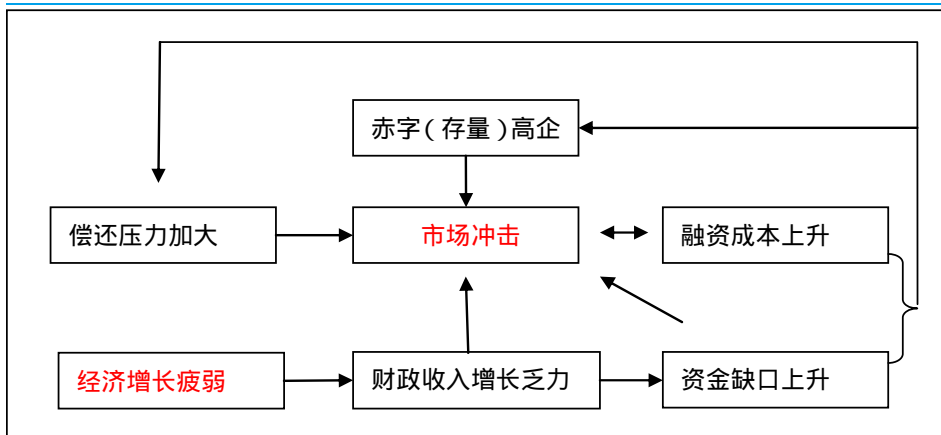
■ 欧洲只能采取“拖字诀”，全球金融市场将在长期内处于紧张状态

消除市场对欧元的怀疑，可以从政治和经济两个角度来实现：从政治角度，统一欧洲的财政，将货币区内主权国家的财政赤字差异内部化，这意味着以一个较低赤字率的主权国家替代目前分散的货币联盟，实质上意味着欧洲的统一，需要欧洲政治经济更高程度的融合和若干年的政治努力。

从经济角度而言，要消除市场对欧元的不信任，必须具备两个条件：（1）欧元区成员国有充足的资金来应对短期还本付息压力；（2）欧元区经济持续好转，从而能够减少新增赤字需求并逐渐稀释存量赤字——而这两个条件在当前疲弱的经济增长背景下本身就是一对矛盾体：疲弱的经济增长下财政增长乏力，巨大的还本付息需求必须通过再融资来解决，而这将导致更大规模的赤字和更大的偿付压力。

当前的政治氛围下，统一财政不可期盼，而经济上的化解方法又具有不可协调的内在矛盾，欧洲只能采取“拖字诀”——通过紧急援助解决短期偿付危机，通过紧缩财政树立市场信心，通过增长的经济来缓慢稀释巨大的赤字规模。欧元区至少需要两个季度以上的时间来稳定市场预期。在“拖字诀”下，市场的怀疑、冲击与欧洲政府被动的解救措施将成为未来一段时间内的常态，这无疑意味着市场持续处于情绪的紧张和巨大的波动之中。

图表30：欧元危机演进逻辑图



来源：国金证券研究所

■ 海外经济未来存在一定下调的风险

PIIGS 危机导致的欧元暴跌挑战欧元的生存和欧洲经济秩序。欧元区被迫提前紧缩财政。意外的财政紧缩会对欧元区经济产生负面的冲击。部分机构预期财政紧缩大约拖累欧元区 GDP 达 0.2-0.4 个百分点，对于原本仅有 1% 左右增速的欧元区而言是相当大的冲击。而市场目前尚未就此达成共识，从而存在未来系统性下调经济增长预测的风险。

图表31：欧元大幅下挫



来源：国金证券研究所

图表32：欧元区经济体被迫紧缩财政

	2009 年赤字率 ^①	存量债务占 GDP 比重 ^②	目标 ^③
希腊 ^④	13.2 ^⑤	113 ^⑥	未来三年内采取严厉的财政紧缩措施，削减财政预算 300 亿欧元， ^⑦ 保证到 2014 年将赤字率从目前的 13.6% 降至 3% ^⑧
西班牙 ^④	11.2 ^⑤	54 ^⑥	未来三年内削减财政预算 500 亿欧元，财政赤字率从 2009 年的 11.2% 降至 2010 年 9.35%，最终在 2013 年降至 3% ^⑧
葡萄牙 ^④	8 ^⑤	77 ^⑥	2010 年预算赤字相当于 GDP 的比重将降至 7.3%，到 2011 年降至 4.6% ^⑧
爱尔兰 ^④	12.5 ^⑤	66 ^⑥	到 2014 年将财政赤字率从目前的 11.7% 降至 3% ^⑧
意大利 ^④	5.3 ^⑤	115.8 ^⑥	公务员的调薪冻结 3 年、政府部门大砍 10% 开销，预计在未来两年削减 240 亿欧元预算 ^⑧
法国 ^④	8.3 ^⑤	76 ^⑥	未来三年内削减财政预算 950 亿欧元，将 2012 年的财政赤字率从 2010 年的 8% 降到 4.6% ^⑧

图表33：海外经济将又经受政府去杠杆的过程

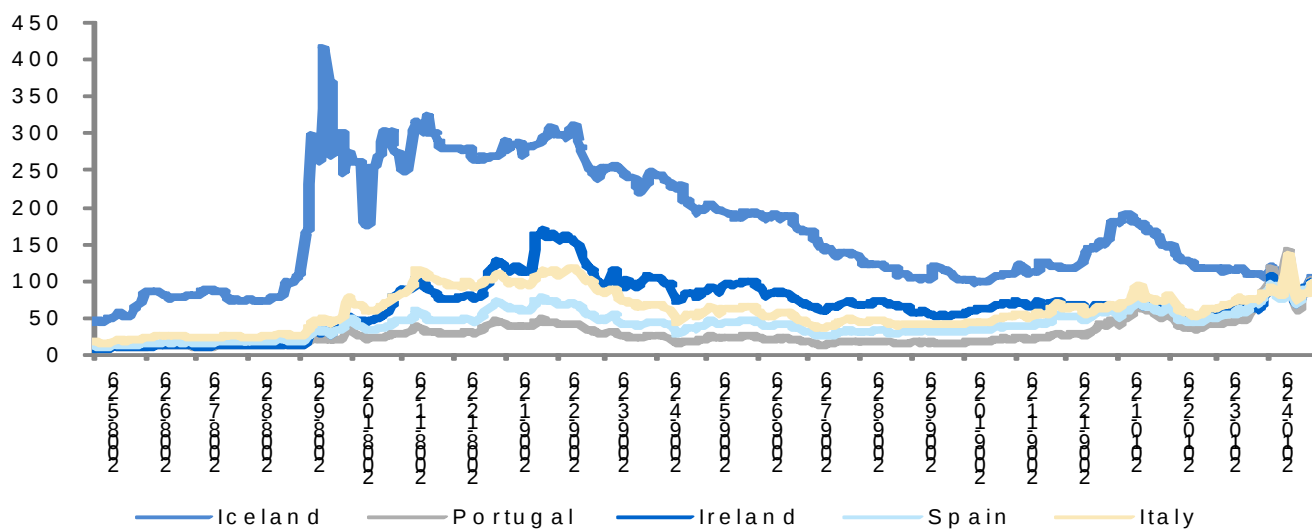
	2009 年赤字率	存量债务占 GDP 比重	目标
希腊	13.2	113	未来三年内采取严厉的财政紧缩措施，削减财政预算 300 亿欧元，保证到 2014 年将赤字率从目前的 13.6% 降至 3%
西班牙	11.2	54	未来三年内削减财政预算 500 亿欧元，财政赤字率从 2009 年的 11.2% 降至 2010 年 9.35%，最终在 2013 年降至 3%
葡萄牙	8	77	2010 年预算赤字相当于 GDP 的比重将降至 7.3%，到 2011 年降至 4.6%
爱尔兰	12.5	66	到 2014 年将财政赤字率从目前的 11.7% 降至 3%
意大利	5.3	115.8	公务员的调薪冻结 3 年、政府部门大砍 10% 开销，预计在未来两年削减 240 亿欧元预算
法国	8.3	76	未来三年内削减财政预算 950 亿欧元，将 2012 年的财政赤字率从 2010 年的 8% 降到 4.6%

来源：国金证券研究所

■ 动态影响难以测算，也酝酿更大的风险

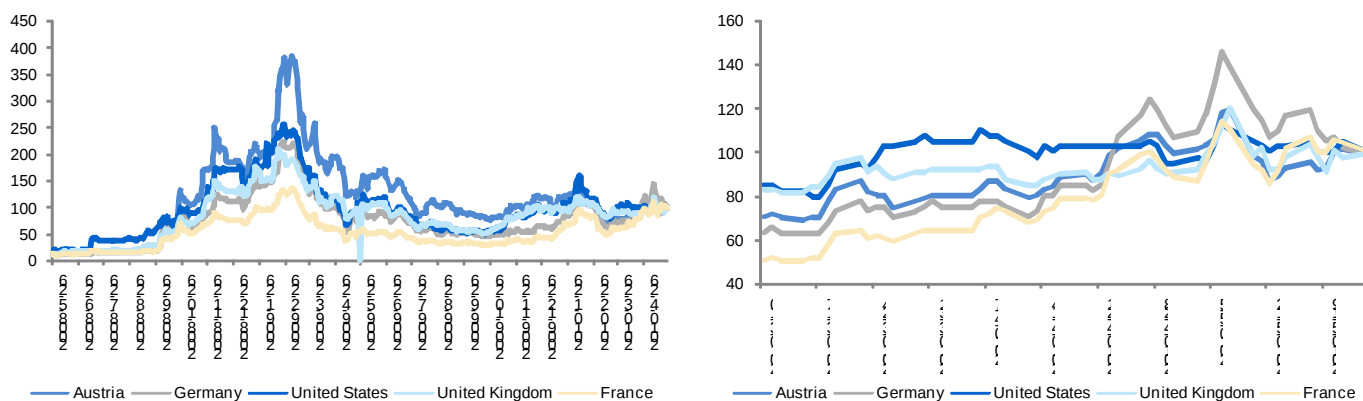
较之财政紧缩带来的经济增长和贸易萎缩带来的经济下滑风险，欧元区金融风险所带来的资金在全球范围内流动以及信贷紧缩风险影响可能更大，并且难以估算。虽然欧元在全球范围内的作用远逊于美元，从而造成的破坏力可能会小一些，但是这种不确定性和次贷危机并无本质区别。主权 CDS 从爆发危机的 PIIGS 传导至整个发达经济体，甚至财政相对稳健的新兴经济体，这意味着全球性的利率成本提高和信贷收缩，并对全球经济增长构成负面冲击。

图表34：PIIGS 主权 CDS 大幅飙升，西班牙、葡萄牙、意大利创新高



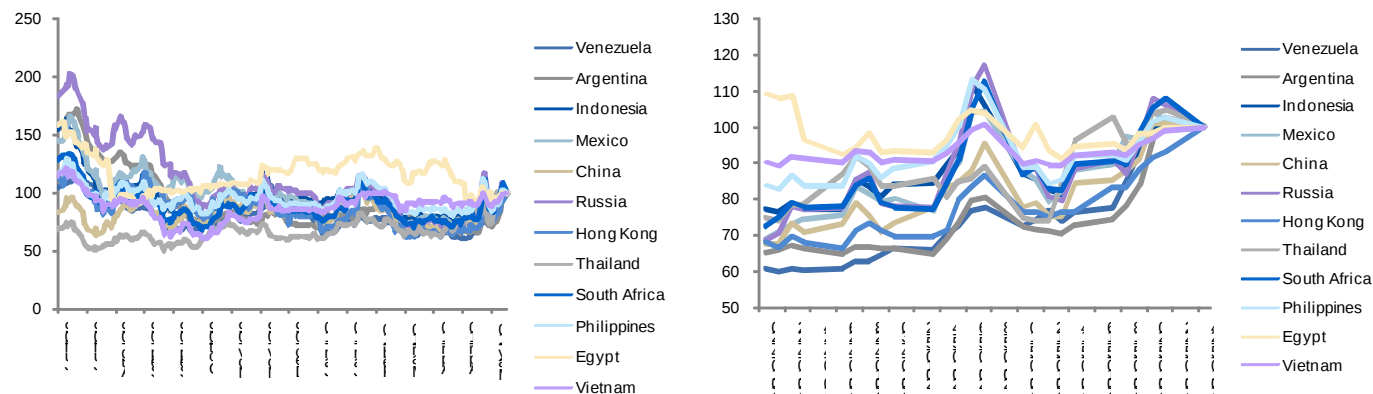
来源：国金证券研究所

图表35：法国、德国、英国、奥地利、美国主权 CDS 从 3 月份快速上升



来源：国金证券研究所

图表36：新兴经济体主权 CDS 并没有创出新高，但是 4 月下旬以来快速上升



来源：国金证券研究所

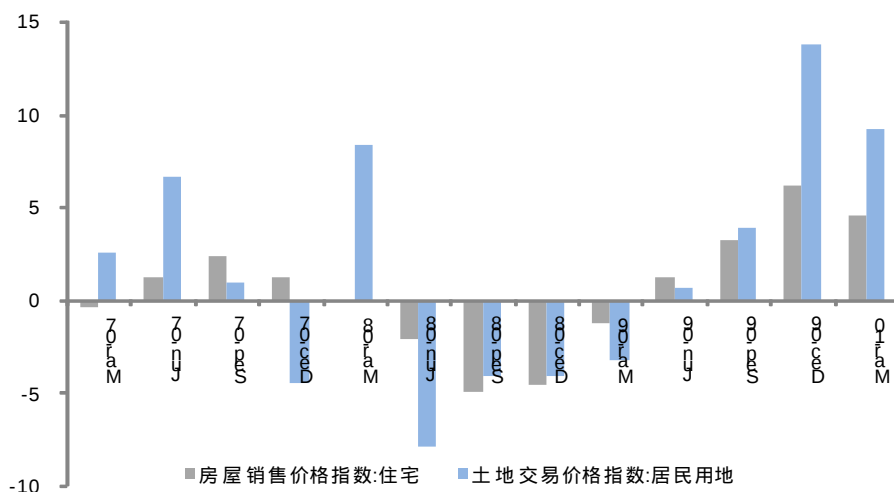
国内消解地产泡沫但阵痛难免

■ 地产投资下滑难以避免

信贷收紧对房地产销量进而房地产投资构成负面冲击成为确定的事件。行业研究员大幅下调房地产新开工面积增速以及房地产投资增速。

房地产新开工和投资下滑趋势明朗：中性预期下，10 年新开工面积增速下滑到 10%，房地产开发投资由 25% 下滑到 20%。静态看，城镇投资增速被拉低 2 个百分点，全年城镇投资增速先跌后涨

图表37：房价、地价持续上升



来源：国金证券研究所

图表38：房地产调控快速扭转行业景气，新开工和投资增速预期大幅下调

新开工（亿平方米）	商品房	保障性住房	合计	房地产投资（亿元，%）
2009	10.34	1.2	11.54 (18.3%)	36232 (18.5)
2010年悲观	9.82 (-5%)	1.8	11.92 (0.7%)	-
2010年中性	10.34	2.58	12.92 (12%)	43450 (20)
2010年乐观	10.86 (5%)	3.36	14.78 (23%)	-

来源：国金证券研究所

■ 房地产投资增速下滑大幅拖累经济增长

根据国金宏观测算，相对于 2009 年，2010 年的房地产投资每增长 1 个百分点，拉动名义 GDP 增长 0.08%。房地产投资增速预期从 25% 下调至 20%，拖累 GDP 0.4 个百分点。

房地产投资下滑本身将拖累上游原材料等投资品需求；同时房地产投资下滑隐含着房地产销售下降的前提和家电等耐用消费品需求的下降。

图表39：房地产投资拉动的产出占行业 2009 年总产值的比重 (%)

	投资增长 20%	投资增长 30%	投资增长 25%
非金属矿物制品业	41.6	45	43.3
金属冶炼及压延加工业	18.9	20.5	19.7
石油加工、炼焦及核燃料加工业	17.5	19	18.3
金属制品业	17.4	18.8	18.1
电力、热力的生产和供应业	15.9	17.2	16.5
煤炭开采和洗选业	14.5	15.7	15.1
木材加工及家具制造业	14.4	15.6	15
水的生产和供应业	12	13	12.5
化学工业	11.4	12.3	11.8
仪器仪表及文化办公用机械制造业	10.5	11.4	11
通用、专用设备制造业	9.3	10.1	9.7
电气、机械及器材制造业	8.5	9.2	8.9
其他制造业	8.3	9	8.6
造纸印刷及文教用品制造业	7.6	8.3	8
燃气生产和供应业	6.9	7.5	7.2
交通运输设备制造业	3.9	4.2	4
通信设备制造业	3.3	3.6	3.5
服装皮革羽绒及其制品业	3	3.2	3.1
纺织业	2.5	2.7	2.6
食品制造及烟草加工业	2.1	2.2	2.1

来源：《2007 年投入产出表》，国金证券研究所

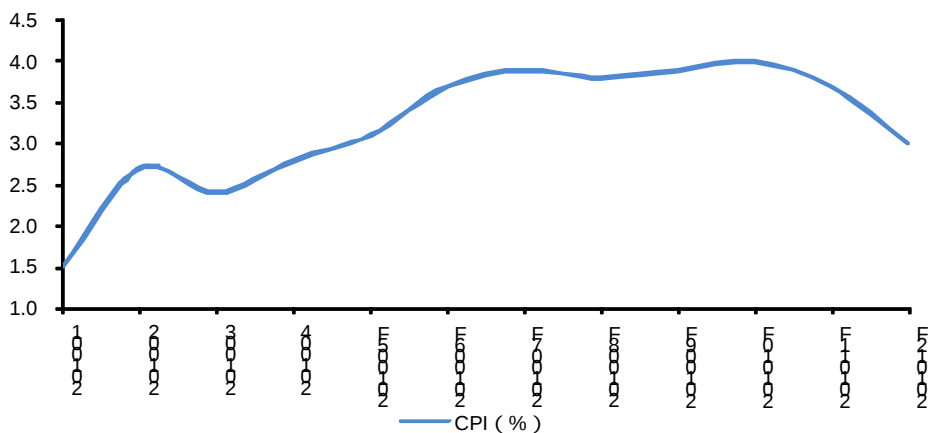
“两难”格局，政策松动空间有限

在经济基本面下滑的同时，我们认为，未来的几个月内，政策面并不会出现根本的逆转。一方面，经济增速仍然能够维持在 8% 以上的较高水平；另一方面，物价、政府资产负债表、银行信贷投放受到约束，从而限制了政策转向的空间。

■ CPI 上行压制央行放松空间

由于天气以及猪周期的存在，CPI 在未来的 4-5 个月内仍然将保持上升的趋势。我们的宏观研究表明，CPI 将在月份突破 3%，在 10 月份达到高点，全年 CPI 达到。如果考虑到资源税改革、公共产品提价的可能，CPI 有进一步攀升的可能。长时间的负利率将压制央行的信贷放松空间。

图表40：国金宏观对 CPI 的预测



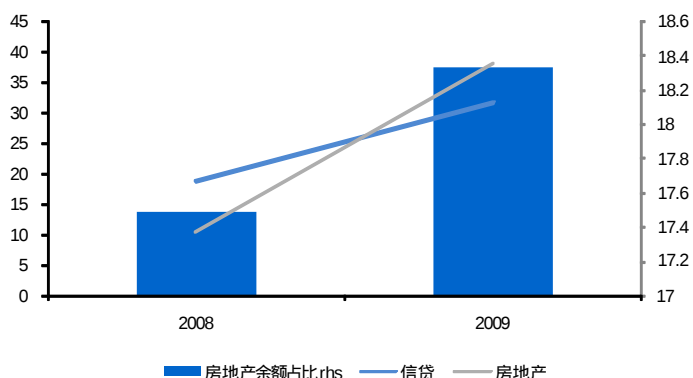
来源：国金证券研究所

■ 银行信贷放松空间有限

从目前的资本充足率来看，银行的信贷投放仍具有进一步扩大的空间。但是我们认为，2010 年信贷投放增速不仅低于银行信贷供给潜能，而且有可能低于年初制定的 7.5 万亿信贷规模。

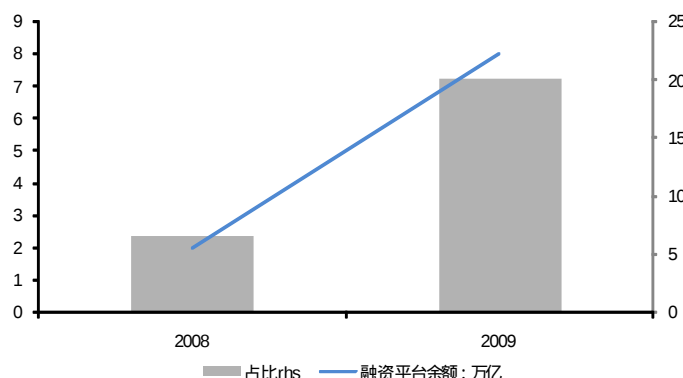
地产贷款和地方政府融资平台收紧，信贷需求明显下降。地产、地方政府融资平台是 2009 年信贷爆发式增长的主要原因。在管理层清理地方政府融资平台和紧缩地产融资的背景下，信贷需求不可避免大幅下滑。在信贷需求回落的背景下，如果管理层默许银行按照年初制定的计划投放信贷，无疑将增加信贷违规、资产坏账以及资产泡沫的风险。

图表41：2009 年房地产行业贷款快速增长



来源：国金证券研究所

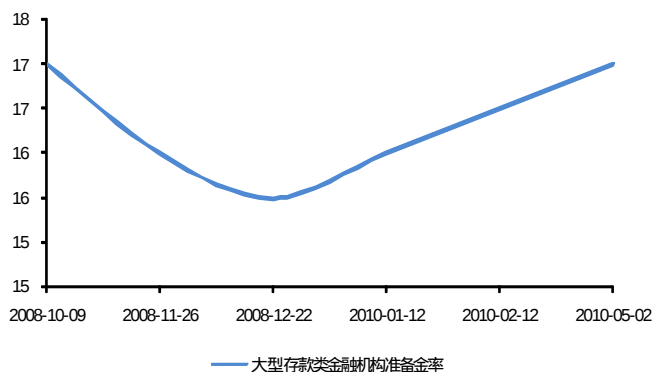
图表42：2009 年地方政府融资平台规模爆发式增长



我们看到，年初以来，央行通过数量型工具持续保持较紧的政策取向。未来 4-5 个月内，CPI 处于加速赶顶过程，压制央行放松货币的空间；中长期而言，基于对信贷违规和资产泡沫的担忧、地产调控和对地方政府融资平台的整理可能意味着信贷投放在未来 1-2 年内长期保持低迷。

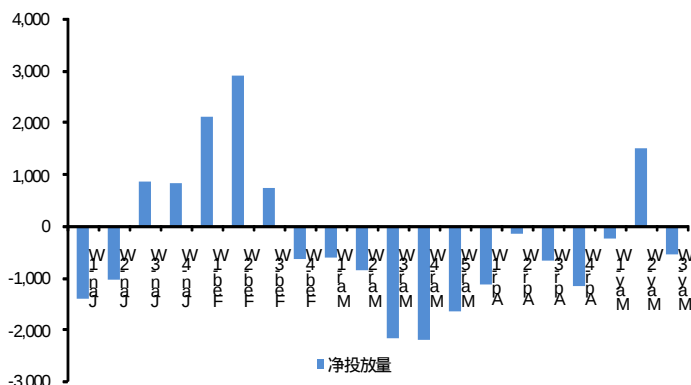
年初以来央行持续保持偏紧的政策取向。央行自年初以来持续保持着偏紧的货币政策基调。年初以来 3 次上调法定准备金率；2 月下旬以来，央行持续在公开市场净回笼资金。银行贷存比自年初下降后，银行间国债市场收益率曲线出现长期利率下降、短期利率上扬的态势，显示银行间资金被很好的“锁定”。

图表43：央行年初以来 3 次上调准备金率

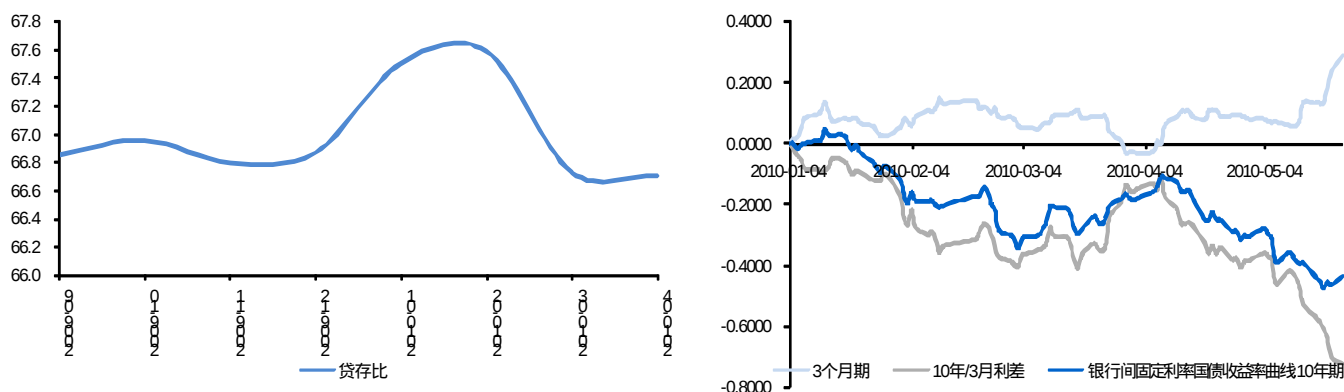


来源：国金证券研究所

图表44：2 月下旬以来央行公开市场持续净回笼



图表45：银行贷存比下降，但银行间市场并没有出现收益率曲线的整体性下降，短期利率上升甚至引发加息嫌疑



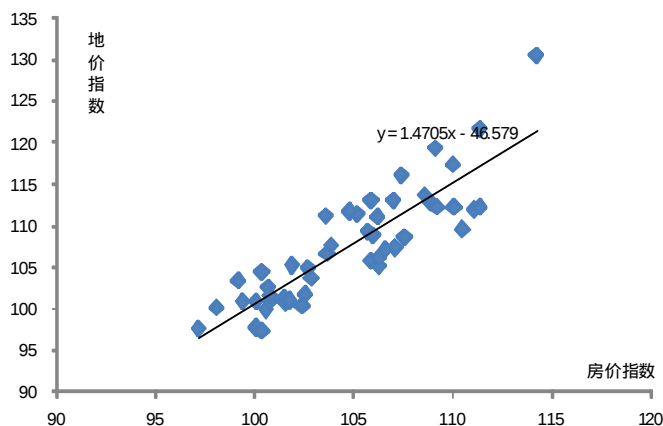
来源：国金证券研究所

■ 政府资产负债表的约束：

土地出让金及地方政府融资平台为地方政府提供了 80% 的资金。房价下跌的趋势约束了土地出让金的增长。整顿地方政府融资平台是管理层的重要任务。

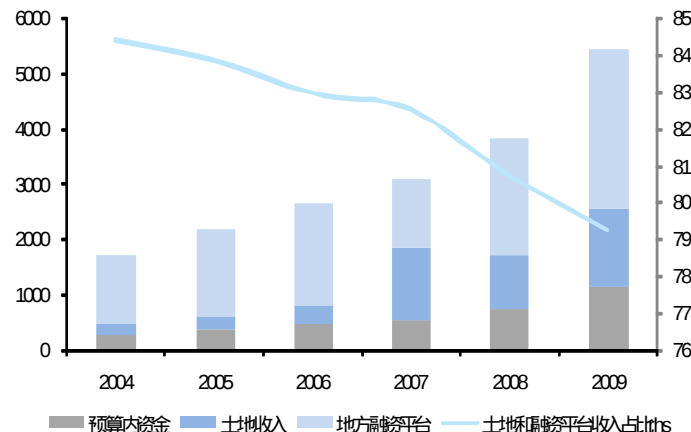
2008 底开始的大规模经济刺激计划凸显了地方财政紧张的局面。房地产调控导致土地收入大幅萎缩的趋势无疑将扩大地方政府的财政赤字。管理层对融资平台的整理也大大限制了地方政府的加杠杆能力。目前的财税体制、融资体制无法支撑地方政府再度上马大规模的投资建设，从而限制再度进行大规模财政刺激的空间。

图表46：土地价格与房价正相关，且波动幅度更大



来源：国金证券研究所

图表47：土地出让金和地方政府融资平台是地方政府的钱袋子



中国政策如何调结构？

我们认为坚定的调结构是必由之路。这一条路可能并不会平坦，我们存在一些忧虑在于，政府依赖追求增长的惯性思维，尤其是地方政府部门，使得调结构的进程出现反复；调结构是一项系统性工程，可能不会顺畅顺利的一蹴而就，这个过程中需要调节各方的利益纠葛，会存在有抵抗的压力。

这其中，首先对于经济增长可能出现中枢式的放缓有所准备和接受是前提，否则还是延续以往的政策刺激，只会使得问题拖延和积累。日本 1973 年遭受石油危机，是个先破后立的过程，短期经济快速调整，反而使得大家接受了经济目标从经济增长向国民福利的调整。

就中国而言，很多的政策也正在复制当时的日本，我们在下表中列举了日本在转型期间的主要政策安排，很多的措施其实在目前已经开始有所规划，我们相信“十二五”期间政策将围绕调结构全面展开。

我们认为在这一过程中，值得关注的方面有：1、科技技术进步与产业升级，我们认为这一点非常的关键，日本经济在 1970s 后期顺利转型，与大力推进技术进步产业升级有关，当时日本升级后的制造业重新在出口方面获得了很大的优势，尤其是在其他发达经济体普遍滞胀的情况下，出口升级仍然提供了日本经济增长的动力；2、劳动力收入上升下消费社会来临，随着普通居民收入的上升，社会福利水平的持续改善，居民消费的能力和意愿都有比较大的上升，大众消费的时代开始来临，这是转型之后与之前较大的差异。3、对环境资源的改善，之前工业化过程会留下较多的环境灾害，在转型期间，政府会加大环境方面的投入，并且会提升资源的利用效率，如日本在 70s 中后期核电就出现了较大的增长。

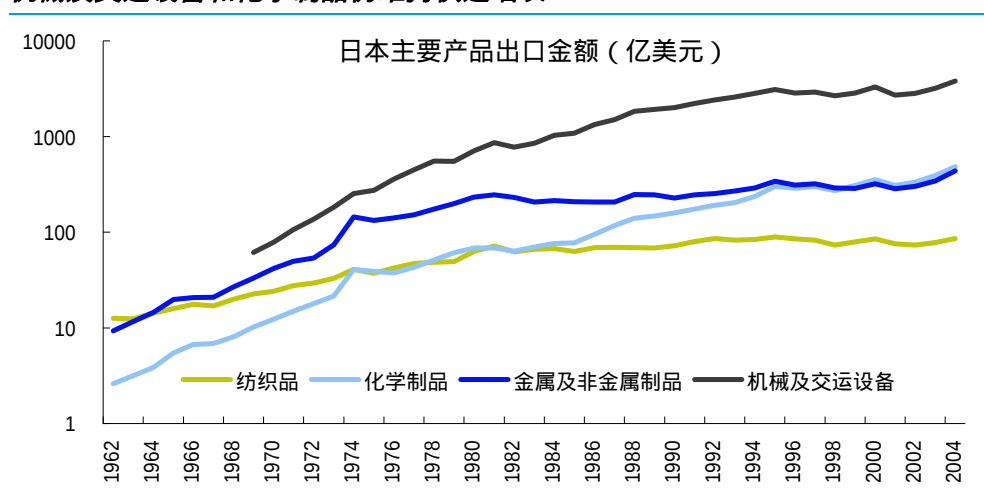
我们在以上方面，如果看到相对清晰的改善信号，则对调结构的信心可以增强。

图表48：日本转型期间的主要政策安排

	日本转型期的政策安排
70 年代日本政策取向	“克服能源制约”和“稳定物价和达到充分就业”
经济目标	从经济增长过度到国民福利
货币政策	金融政策更重视物价，以及控制货币供给；利率正常化和金融自由化
财政政策	积极财政与财政预算平衡并行
产业政策	特定振兴（如：机械）与调整限制（如：石油）并行
国际关系	强调国际贡献、国际协调、汇率体制
其他方面	社会保障制度改革，公共企业民营化

来源：国金证券研究所

图表49：日本 1975-95 年之间纺织品、金属及非金属制品的出口增长停滞，但机械及交运设备和化学制品仍维持快速增长



来源：国金证券研究所

A 股市场震荡寻底之路

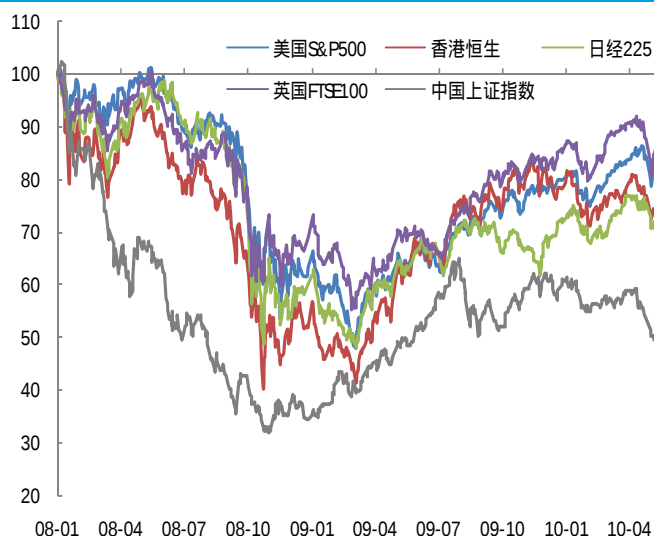
全球资产价格动荡的格局

全球股市，这两年来 A 股体现了很强的领先性。本轮 A 股自 4 月中旬的下跌，也是领先于全球其他市场。

自 4 月中旬至今，A 股下跌幅度最大接近-20%；如果从年初开始算，已经超过-20%；如果从去年最高点开始算，累积下跌幅度近-25%。从跌幅看，应该完全可以说市场已经经历了一轮“熊市”。黄金在这一轮中，又成为最能保值的资产。

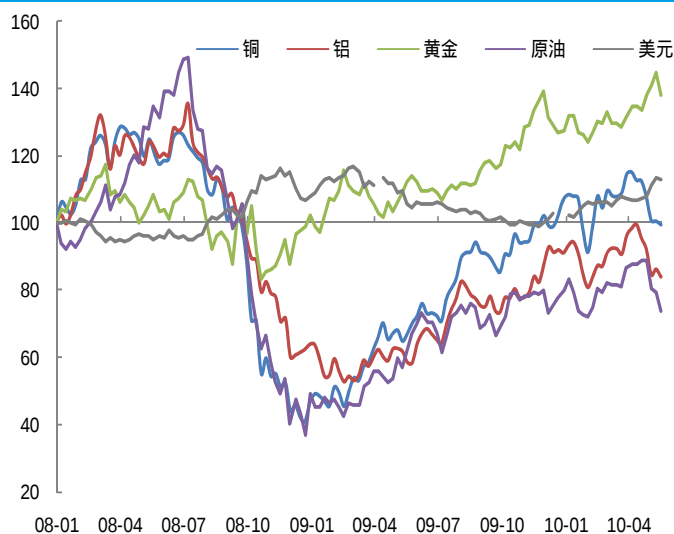
从国际估值比较看，中国 2010 年的 ROE 在全球看处在相对的高端，但与此同时，估值水平比较高。A 股的定价在与国际接轨，全流通和新股发行带来了较大的供给压力，不过，A 股盈利能力下降可能会对估值中枢形成一定压力。

图表50：A 股市场领先下跌

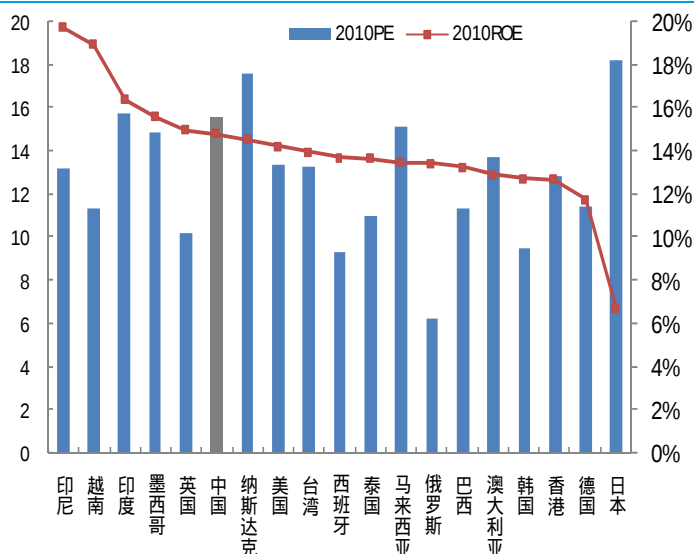


来源：国金证券研究所

图表51：商品价格也开始下跌

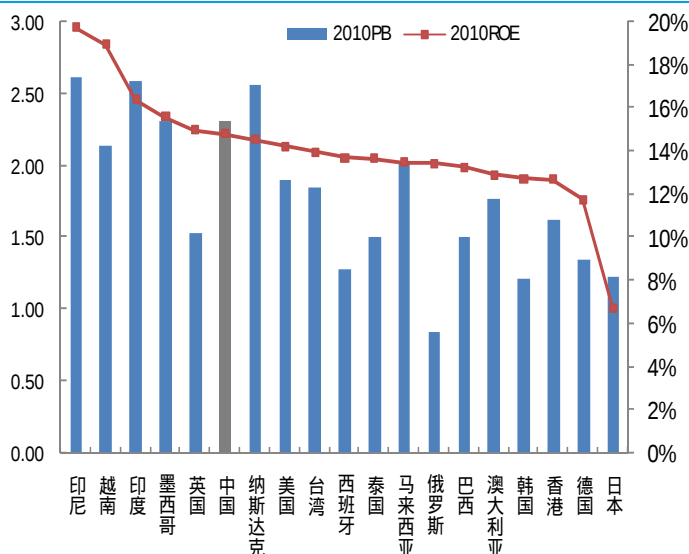


图表52：中国的 ROE 处于相对高端，但估值也较高



来源：国金证券研究所

图表53：中国的 ROE 处于相对高端，但估值也较高

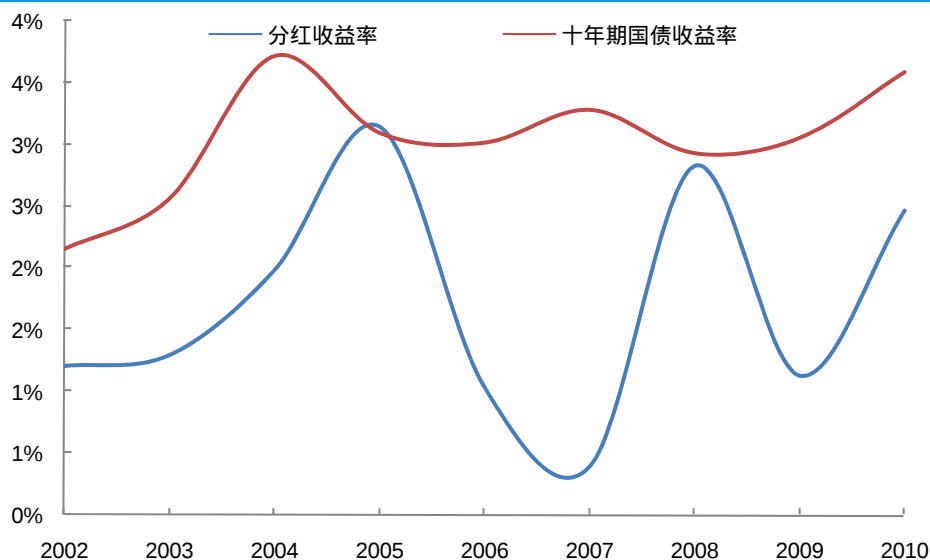


A 股是否已经跌出了绝对价值？

我们用分红收益率进行了测算，在 2005 年和 2008 年，市场的分红收益率都曾经达到了十年期国债收益率的水平，这可以被看作是具备了绝对投资价值。但目前我们的测算显示，2 者之间还是存在一定的差距。

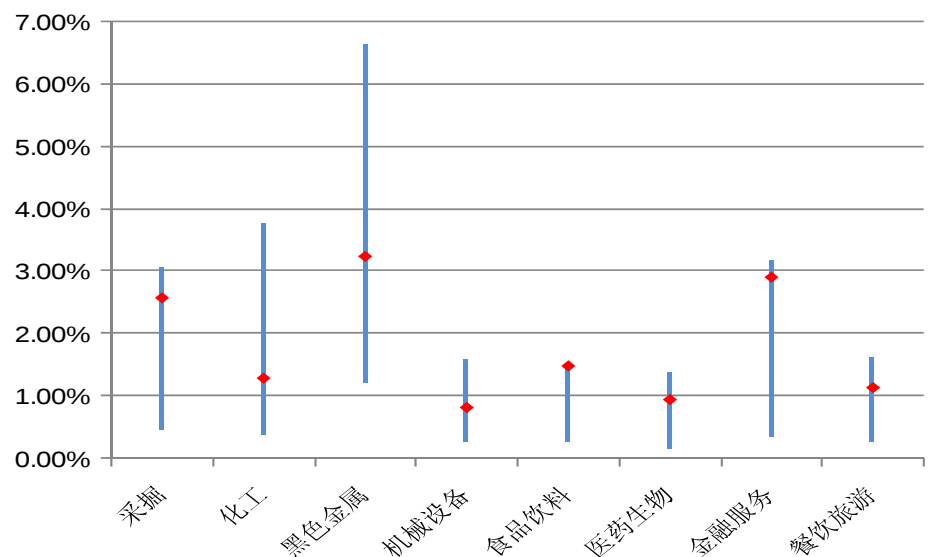
此外，如果看一些传统分红型行业的分红收益率，除去食品饮料之外，其他行业的分红收益率较历史高点还是存在一定的差距。因此，在绝对估值上，很难言目前就已经到了绝对底部。

图表54：从分红收益率角度，似乎还有一定差距



来源：国金证券研究所

图表55：一些行业的分红收益率较历史还有差距

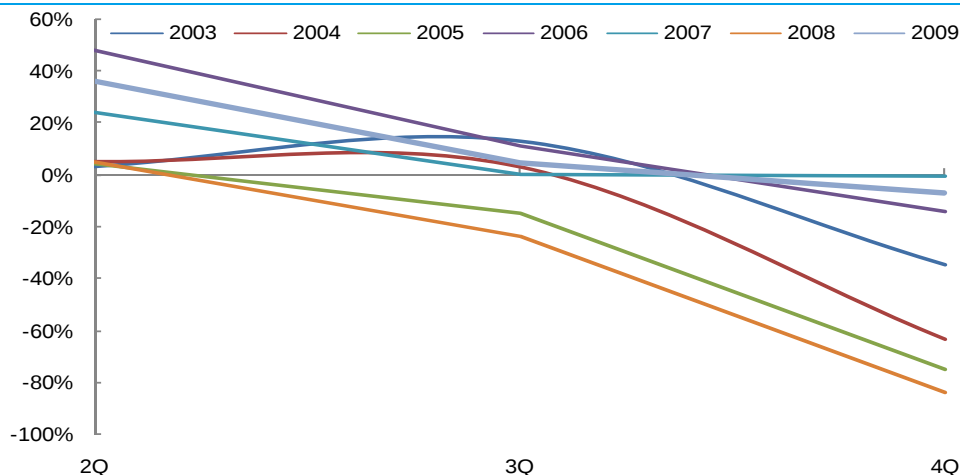


来源：国金证券研究所

10 年盈利增速预测 18%，但 11 年呢？

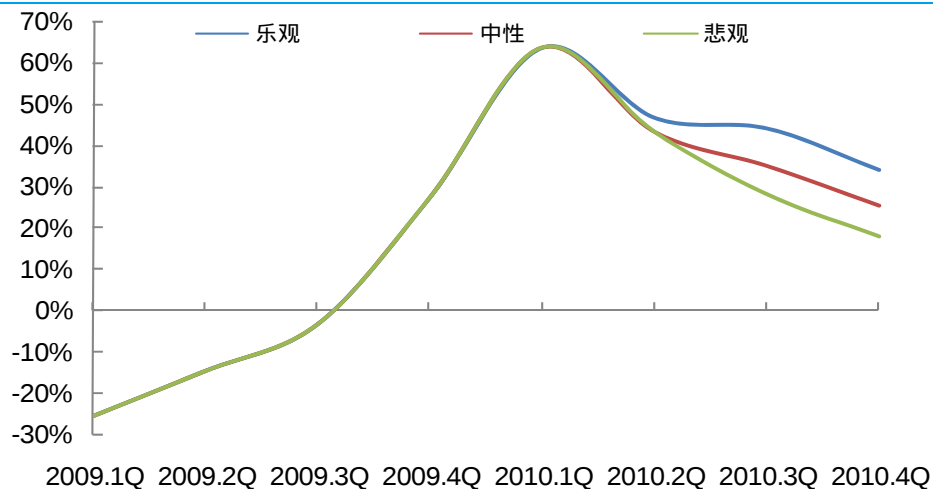
我们判断 2010 年上市公司盈利增速为 18%，但在一个经济大幅波动的背景下，要预测企业利润是非常困难的一件事情；因为对周期性行业而言，其利润的弹性是非常之大的。我们这里没有考虑今年经济就出现如 04、08 年那样的大幅下滑，而仅仅是在经济出现一定程度回落的基础上作出的盈利预测。

图表56：历史上盈利增长的环比假设



来源：国金证券研究所

图表57：我们对 2010 年企业盈利增长的假设



来源：国金证券研究所

图表58：不同的环比假设

不同情形	2010.2Q	2010.3Q	2010.4Q	2010
乐观	10%	5%	-30%	31%
中性	5%	0	-25%	25%
悲观	5%	-15%	-20%	18%
极度悲观	5%	-15%	-60%	6%

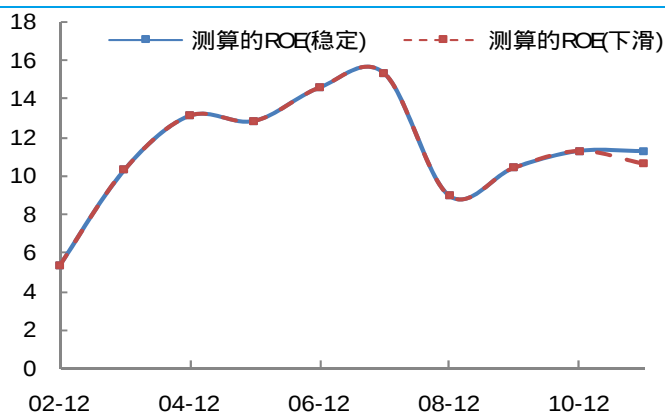
来源：国金证券研究所

更大的问题是，2011 年的盈利预测到底怎么样？

我们在前文中就日本的经验，讨论了在经济转型期间，企业尤其是制造业需要承受一段时间利润率下滑的考验。我们测算如果 ROE 能够维持基本稳定，则工业上市公司利润增长有望在 13%；如果 ROE 出现一定幅度的下滑，则工业上市公司利润增速落在 6%。同样，根据我们银行研究员的预测，2011 年利润增长可能在[5%，15%]。

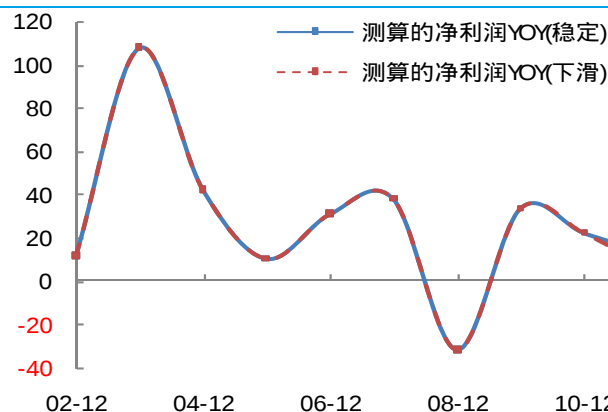
总体上，我们目前初步判断 2011 年上市公司盈利增速在[6%,18%]，中值在 10%，但落在下半区间的可能性看起来更大一些。

图表59：2011 年工业上市公司 ROE 下滑的可能性更大



来源：国金证券研究所

图表60：工业上市公司利润增速会落得个位数增长



A 股市场不轻言底部

如果按照以往的增长和企业盈利能力的水平，则市场在 2500 点就可以获得估值上的支撑。但如果考虑到企业盈利能力的下滑，则 A 股市场整体估值重心都会有所下移，对很多周期性行业而言，估值的底部是很难确定的，因为其盈利的波动性太大。我们在 2011 年谨慎的利润增长下，测算 A 股总体 ROE 会下降至 13%，这一水平与 09 年底接近，则对应点位在 2300 点。

如果我们认同经济增长中枢性下滑，这个过程中企业盈利会经历一个痛苦的调整，在这一背景下，我们就不能延续过去的增长趋势来判断估值，可能需要将估值中枢向下修正以反应未来的悲观场景。

图表61：2010 年增长与估值

10增长率 指数位	6%		18%		25%	
	10ROE%	10PB	10ROE%	10PB	10ROE%	10PB
3400	24.558	3.086	22.061	3.055	20.825	3.038
3300	23.836	2.995	21.412	2.966	20.213	2.949
3200	23.114	2.904	20.763	2.876	19.600	2.859
3100	22.391	2.814	20.114	2.786	18.988	2.770
3000	21.669	2.723	19.465	2.696	18.375	2.681
2900	20.947	2.632	18.816	2.606	17.763	2.591
2800	20.224	2.541	18.168	2.516	17.150	2.502
2700	19.502	2.451	17.519	2.426	16.538	2.413
2600	18.780	2.360	16.870	2.337	15.925	2.323
2500	18.057	2.269	16.221	2.247	15.313	2.234
2400	17.335	2.178	15.572	2.157	14.700	2.144
2300	16.613	2.088	14.923	2.067	14.088	2.055
2200	15.891	1.997	14.275	1.977	13.475	1.966
2100	15.168	1.906	13.626	1.887	12.863	1.876
2000	14.446	1.815	12.977	1.797	12.250	1.787
1900	13.724	1.724	12.328	1.707	11.638	1.698

来源：国金证券研究所

图表62：2011 年增长与估值

11增长率 指数位	5%		10%		18%	
	11ROE%	13.199	11ROE%	13.767	11ROE%	14.666
	11PE	11PB	11PE	11PB	11PE	11PB
3400	21.010	2.773	20.055	2.761	18.695	2.742
3300	20.392	2.692	19.465	2.680	18.146	2.661
3200	19.774	2.610	18.875	2.599	17.596	2.581
3100	19.156	2.529	18.286	2.517	17.046	2.500
3000	18.538	2.447	17.696	2.436	16.496	2.419
2900	17.920	2.365	17.106	2.355	15.946	2.339
2800	17.302	2.284	16.516	2.274	15.396	2.258
2700	16.685	2.202	15.926	2.193	14.846	2.177
2600	16.067	2.121	15.336	2.111	14.297	2.097
2500	15.449	2.039	14.746	2.030	13.747	2.016
2400	14.831	1.958	14.157	1.949	13.197	1.935
2300	14.213	1.876	13.567	1.868	12.647	1.855
2200	13.595	1.794	12.977	1.787	12.097	1.774
2100	12.977	1.713	12.387	1.705	11.547	1.693
2000	12.359	1.631	11.797	1.624	10.997	1.613
1900	11.741	1.550	11.207	1.543	10.447	1.532

来源：国金证券研究所

投资策略：立足长远 安全与成长

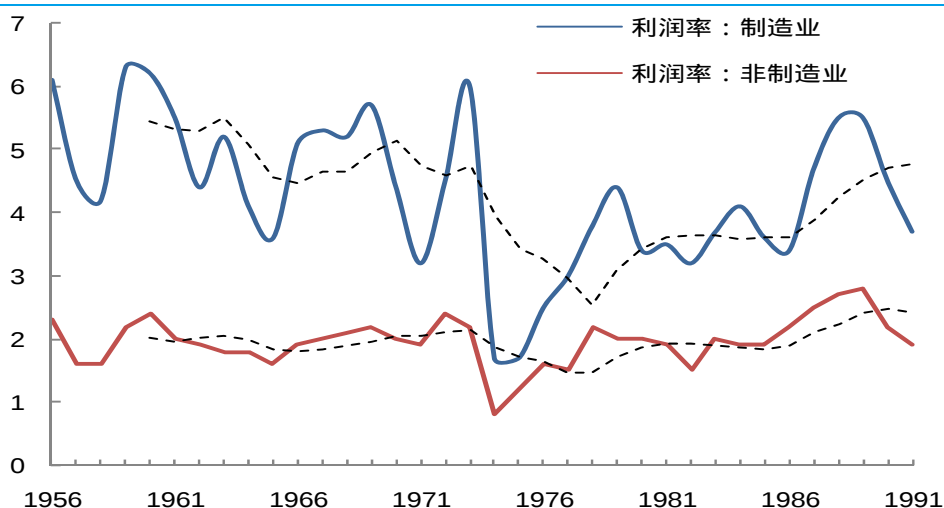
转型中的行业盈利能力变迁

从行业层面来分析转型的影响，则制造业利润率会有明显的下降，而非制造业部门的利润率水平能够维持稳定。

我们看到与投资相关的产业链的盈利能力会受到较大的冲击，典型的如钢铁行业。而利润率能够维持稳定的行业中，主要分为三类：一是先进制造业，如电气设备、精密设备、专用设备等其利润率要明显高于制造业平均水平；二是消费，如食品饮料、批发，利润率中轴都比较稳定；三是信息技术、生活服务等新兴产业，能够实现较高的利润率。

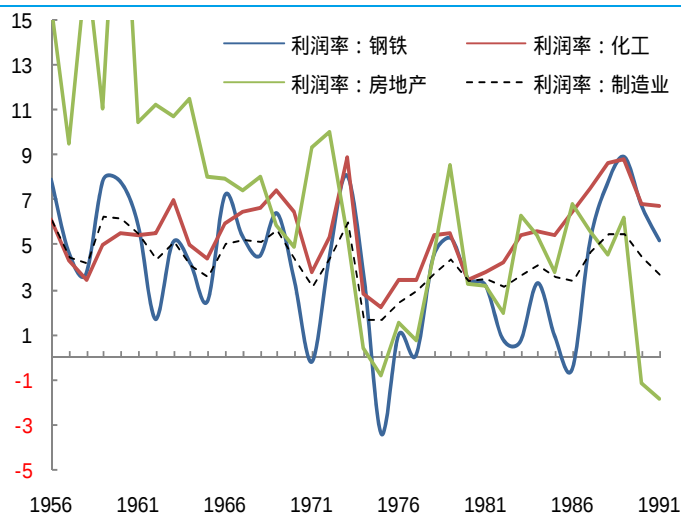
把行业盈利能力变迁和股市表现对照来看，我们发现 2 者基本是一致的。在 1975-1982 年的日本经济转型期间，传统的投资拉动行业都持续的不能跑赢市场；而能够跑赢市场的主要在电气设备、信息通信、交运设备、食品饮料等行业。

图表63：日本经验：制造业在转型后利润率会受到持续的挑战，非制造业则维持相对稳定

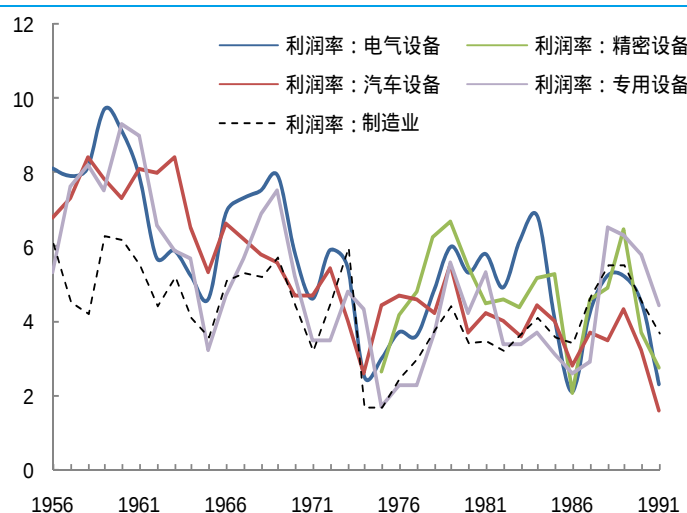


来源：国金证券研究所

图表64：日本转型经验：制造业中投资相关产业链利润率低于平均水平

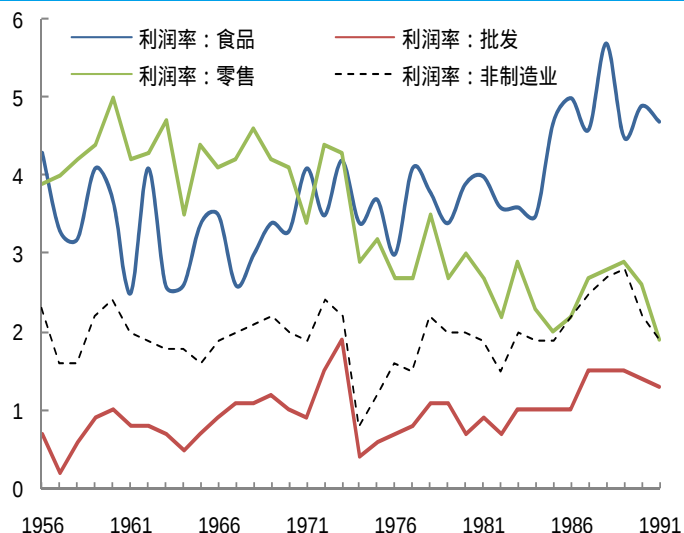


图表65：日本经验：制造业中电气设备、精密设备利润率的保障度更高



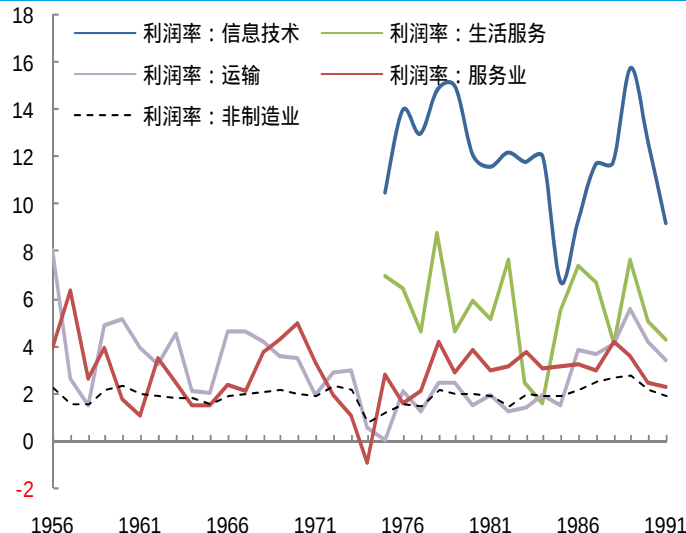
来源：国金证券研究所

图表66：日本经验：食品、批发等消费行业利润率能够维持基本稳定

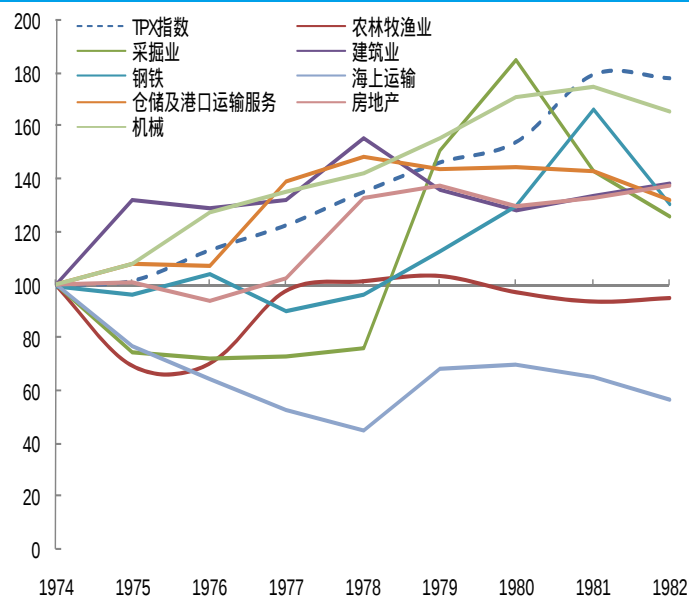


来源：国金证券研究所

图表67：日本经验：信息技术利润率优势明显，其次是生活服务服务业

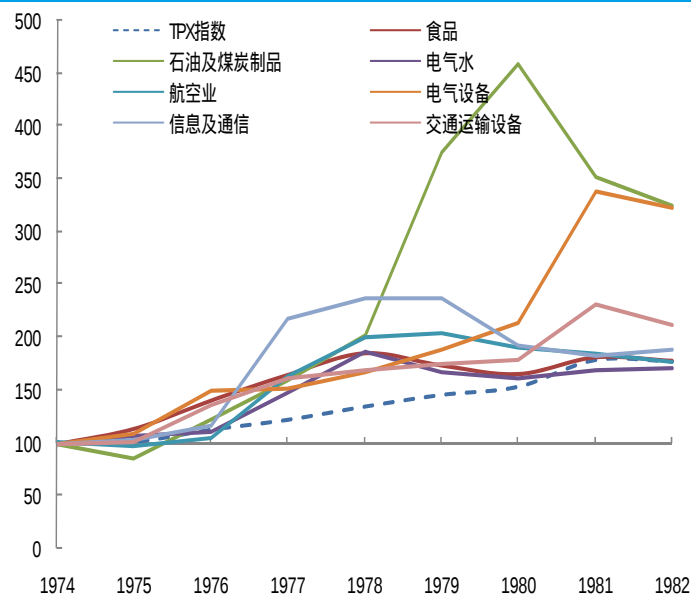


图表68：日本经验：1975-1982 投资产业链行业缺乏正向回报



来源：国金证券研究所

图表69：日本经验：1975-1982 升级制造、消费服务业有较好表现



转型中的企业成长转移

日本制造业企业也经历明显的更替，从原先的纺织行业，到之后的钢铁行业，再到之后的汽车电器行业。在经济转型过程中，我们看到的不再是周期性的上升与下降，而是新老行业的交替，新的成长型企业壮大，老的成熟性企业整合的过程。

图表70：日本经验：规模前10大制造业公司的座椅交替

1950 年			1960 年		
	企业名	业种		企业名	业种
1.	东洋纺织	纺织	1.	日立制作所	电机
2.	八幡制铁	钢铁	2.	八幡制铁	钢铁
3.	富士制铁	钢铁	3.	东芝电气	电机
4.	钟渊纺织	纺织	4.	富士制铁	钢铁
5.	三井矿山	矿业	5.	日本钢管	钢铁
6.	日本钢管	钢铁	6.	日本石油	石油
7.	大日本纺织	纺织	7.	松下电器产业	电机
8.	三菱矿业	矿业	8.	丰田汽车工业	运输机器
9.	吴羽纺织	纺织	9.	新三菱重工业	运输机器
10.	川崎制铁	钢铁	10.	三菱电机	电机

来源：国金证券研究所

图表71：日本经验：规模前10大制造业公司的座椅交替

1972 年			1990 年		
	企业名	业种		企业名	业种
1.	新日本制铁	钢铁	1.	丰田汽车工业	汽车
2.	丰田汽车工业	汽车	2.	松下电器产业	电机
3.	日产汽车	汽车	3.	日产汽车	汽车
4.	松下电器产业	电机	4.	日立制作所	电机
5.	日立制作所	电机	5.	东芝电气	电机
6.	三菱重工业	造船	6.	日本电气	电机
7.	日本钢管	钢铁	7.	本田技研	汽车
8.	东芝电气	电机	8.	新日本制铁	钢铁
9.	日本石油	石油	9.	三菱电机	电机
10.	住友金属工业	钢铁	10.	马自达	汽车

转型期及以后：自下而上 长期增长

在转型期及以后一段时间，行业配置轮动的效率在降低，更多将是寻找真正具有成长性的公司；从公司层面找机会可能会比行业选择更关键。在以下的行业中，寻找真正具有成长性和竞争优势的公司是我们的策略选择

在大的方向上，我们关注：

■ 制造业升级：重型机械、电子机械、电气设备、精密仪器、精细化工等

制造业升级一方面指产业结构从原先规模扩张的原材料行业，向具有一定技术含量、附加值的先进制造业转型；另一方面，在制造企业内部，通过提升企业运营效率、技术水平、降低能耗等方法，实现内生性的增长。

■ 消费服务转型：农产品、餐饮、食品饮料、新型耐用消费品、品牌服装、旅游、医药、自选超市、保险、信息服务等

我们通过考察日本在居民收入上升之后的情况发现，随着经济转型开始进入大众消费的时代。在饮食中，牛奶、面包、啤酒、蛋肉的消费有所增加。出于节约家务劳动力成本的考虑，居民会更多的外出就餐，购买新型耐用消费品，如一些新功能的家电以实现家庭电气化；同时由于收入增加，对旅游、电影体育、品牌服装等需求也增加。自选市场逐步普及。对信息服务的要求也有进一步的升级。

■ 约束性化解：低碳、垃圾处理、水循环利用等

日本在经济高速发展期间，牺牲了环境，产生诸多公害；而之后转型过程中，无论是政府政策扶持，还是企业自身改进，都在能耗利用方面做了非常的改善，进入到 80 年代日本制造业能耗已经全球最低。同时，大力发展新能源如核能等、进行垃圾回收与处理、对水进行循环利用。我们认为这些领域是未来政策一定会大力支持的，同时也是存在有较大发展空间的。

以上行业也已体现出部分估值较高的特征，并不排除未来可能也会有风险的释放；但基于长期的话，最终我们损失的只是时间，无非是时间长短的问题。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室