

乘“十二五”东风，执新兴产业牛耳

投资要点：

- 预计 2011 年货币政策基调趋紧，但是流动性结构性宽松
- 预计 2011 年 A 股市场合理运行区间在 2700-3800 之间
- 沿着经济转型主线，2011 年布局“新兴产业+消费”

报告摘要：

- **热钱东流：**发达国家低利率、持续量化宽松政策，新兴市场国家加息周期、本币升值预期不断吸引全球流动性，预计 2011 年流动性东流趋势仍在一定时期内持续，时间取决于发达国家加息进程以及新兴国家采取的资本管制措施。国内面临较强的热钱流入压力。
- **国内货币政策：**预计 2011 年国内货币政策基调转向“稳健”，但是作为“十二五”规划的第一年，信贷结构未来将更多倾向“十二五”重点规划七大新兴产业以及与扩大内需相关行业，流动性结构性宽松。
- **全球经济：**目前仍属于经济的恢复性发展阶段，长期来看 GDP 应呈现继续增长态势。发达经济体依然面临通缩压力，失业率高企是经济复苏最大障碍。
- **全球流动性：**在发达国家继续放宽流动性，而新兴国家有序收紧流动性的情况下，预计 2011 年全球流动性仍然呈现较为宽松的，但货币政策两极化的趋势将更加明显，货币汇率战争也不可避免。
- **上市公司业绩：**预计 2011 年 A 股上市公司的业绩增长将低于 09 和 11 年扩张性政策下的业绩增速，但仍有望维持在 20% 左右，在通胀形势恶化的情况下，业绩或将下调至 10%-15%，乐观情形下，业绩增长有望提高至 25% 左右。
- **大盘运行区间预测：**预计 2011 年估值区间在 14-20 倍 PE 内，考虑到 11 年货币政策基调转向稳健，因此 11 年估值上限超过 2010 年可能性较低，综合考虑，2011 年指数估值主要波动区间在 14-18 倍 PE 之间。按照以上估值和业绩增速估算，预计 11 年上证综指波动区间为 2700~3800 点之间，分别对应 14 倍 PE、15% 业绩增长和 18 倍 PE、25% 业绩增长。
- **投资策略配置：**乘“十二五”之东风，执新兴产业之牛耳：我们认为符合经济转型方向并且能在近两年实现业绩释放的细分子行业龙头企业将会是 2011 年最重要的投资机会，投资主线：新兴产业+消费。
- **2011 年宏源证券十大金股：**广汇股份、新疆众和、银星能源、中航重机、康恩贝、海兰信、深圳惠程、彩虹股份、恒宝股份、莱宝高科

分析师：

唐永刚 (S1180207090091)

电话：010-88085950

Email: tangyonggang@hysec.com

策略组联系人：

王凤华 电话：010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

温庆华 电话：010-88085970

Email: wenqinghua@hysec.com

金春萍 电话：010-88085955

Email: jinchunping@hysec.com

陈思 电话：010-88085966

Email: chensi@hysec.com

相关研究

2010 年年度 A 股投资策略：2010，后危机下的结构性成长

2 月策略：期待二月暖春

3 月策略：暖春行情，延续主题投资

4 月策略：震荡上行继续发掘高成长股

5 月策略：防守反击，超配医药农业、关注新兴产业

6 月策略：政策趋向中性，关注医药、新兴产业、区域经济

2011 年下半年 A 股投资策略：转型阵痛期的新兴之路

7 月策略：经济放缓压制股市，宏观政策有待明朗

8 月策略：在谨慎中期待反弹新高

9 月策略：假摔行情后牛股仍将层出不穷

4 季度策略：资源为王，消费发光

11 月策略：围绕“两条主线”掘金十一月

目录

一、流动性的困境	6
(一) 信贷周期是流动性总闸门	6
(二) 全球流动性向东流	7
二、政策基调趋紧，流动性结构性宽松	9
(一) 通胀是政策调控关注核心之一	9
(二) 政策基调转向“稳健”	11
三、2011 年：“十二五”结构调整的良好开端	12
四、发达经济体宏观数据分析	14
(一) 经济增长放缓引发全球担忧情绪	14
(二) 发达经济体经济增长预期稍好转，部分地区采购经理人指数回升	15
(三) 美国零售与库存状况稍有好转	16
(四) 美国房地产市场依然不景气	17
(五) 各发达经济体工业生产情况	18
(六) 全球贸易的不平衡发展	20
(七) 消费与投资目前仍然疲弱	21
(八) 各发达经济体依然面临通缩压力	22
(九) 失业率居高不下成为经济复苏道路中的一大障碍	23
五、新兴经济体宏观数据分析	25
六、全球货币政策两极化与汇率战争	32
(一) 全球货币政策两极化	32
(二) 全球货币流动方向以及货币战争	36
七、美元与大宗商品	38
八、从财报看股市合理估值及运行区间	43
(一) 10 年三季度A股业绩增速分析	43
(二) 11 年全部A股业绩增长在 20%左右	45
(三) 从历史看 11 年A股估值区间	46
(四) 11 年A股市场合理运行区间在 2700-3800 之间	48
九、从财报看行业配置	49
十、乘十二五之东风，执新兴产业之牛耳	51
(一) 掘金新兴产业之细分龙头	52
(二) 扩内需，掘金消费主题	55
十一、资产配置及 2011 年宏源证券十大金股	56

插图

图 1: 信贷/GDP	6
图 2: 投资拉动经济.....	6
图 3: 信贷推动货币供给.....	6
图 4: 货币推动价格.....	6
图 5: 美国工商业贷款规模仍然较低.....	7
图 6: 美国消费信贷规模持续下降.....	7
图 7: 发达国家低利率.....	7
图 8: 新兴市场利率远高于发达国家.....	7
图 9: 全球流动性向东流.....	8
图 10: 新兴市场国家外汇储备持续增加.....	8
图 11: 流动性推动香港资产价格.....	9
图 12: 中国外汇占款近期大幅增加.....	9
图 13: 弱势美元推动农产品价格.....	10
图 14: 明年信贷趋紧.....	11
图 15: 与“十一五”对比, “十二五”规划突出结构调整.....	12
图 16: 发达经济体GDP同比.....	14
图 17: 发达经济体GDP环比折年率.....	14
图 18: 各主要经济体制造业采购经理人指数 1.....	15
图 19: 各主要经济体制造业采购经理人指数 2.....	15
图 20: 各主要经济体制造业采购经理人指数 3.....	15
图 21: 各主要经济体制造业采购经理人指数 4.....	15
图 22: 美国销售与库存数据.....	16
图 23: 零售商销售与库存数据.....	16
图 24: 制造业销售与库存数据.....	16
图 25: 批发商销售与库存数据.....	16
图 26: 美国房价指数.....	17
图 27: 美国成屋销售与库存.....	17
图 28: 美国新屋销售与库存.....	18
图 29: 美国新屋开工与建造支出.....	18
图 30: 美国工业生产指数.....	18
图 31: 欧盟工业生产指数.....	18
图 32: 日本工业生产指数.....	19
图 33: 欧洲三国工业生产指数.....	19
图 34: BDI指数.....	20
图 35: 全球进出口贸易快速增长 1.....	20
图 36: 全球进出口贸易快速增长 2.....	20
图 37: 全球进出口贸易快速增长 3.....	20
图 38: 各国消费者信心指数.....	21
图 39: 各国投资者信心指数.....	21
图 40: 各主要经济体消费者物价指数 1.....	22
图 41: 各主要经济体消费者物价指数 2.....	22
图 42: 各主要经济体产品物价指数 1.....	22

图 43: 各主要经济体产品物价指数 2.....	22
图 44: 发达国家失业率居高不下.....	23
图 45: 新兴经济体GDP增长迅速.....	25
图 46: 中国PMI.....	25
图 47: 印度PMI.....	25
图 48: 澳大利亚PMI.....	26
图 49: 巴西PMI.....	26
图 50: 中国CPI&PPI.....	26
图 51: 印度CPI.....	26
图 52: 澳大利亚CPI&PPI.....	27
图 53: 巴西CPI.....	27
图 54: 中国投资与消费信心指数.....	28
图 55: 中国非金融部分融资情况.....	28
图 56: 印度所有银行存贷投资状况.....	28
图 57: 印度商业乐观指数.....	28
图 58: 澳大利亚消费状况.....	28
图 59: 澳大利亚信贷状况.....	28
图 60: 巴西消费状况.....	29
图 61: 巴西信贷状况.....	29
图 62: 中国工业发展情况.....	30
图 63: 印度工业发展情况.....	30
图 64: 澳大利亚工业发展状况.....	30
图 65: 巴西工业发展状况.....	30
图 66: 中国、巴西、澳大利亚失业率.....	31
图 67: 欧美央行的资产规模(十亿欧元、十亿美元).....	33
图 68: 全球危机期间各央行资产负债表扩张情况(%).....	33
图 69: 美元指数走势图.....	38
图 70: 黄金与美元.....	38
图 71: 全球黄金需求量.....	40
图 72: 美元与大宗商品走势.....	40
图 73: 美元与原油价格走势 1.....	41
图 74: 美元与原油价格走势 2.....	41
图 75: 美元与煤炭价格走势.....	41
图 76: 美元与铜价格走势.....	41
图 77: 全部A股环比利润增长.....	43
图 78: 全部A股单季同比利润增长.....	43
图 79: 全部A股累计同比利润增长.....	44
图 80: 中小板环比利润增长.....	44
图 81: 中小板单季同比利润增长.....	44
图 81: 中小板累计同比利润增长.....	45
图 82: 创业板累计同比利润增长.....	45
图 83: 上市公司利润增长与GDP增长对比.....	46
图 84: 宏观经济景气指数.....	46
图 85: 上证指数历史波动走势.....	46

图 86: A股估值历史波动走势.....	47
图 87: M1、M2 增速与上证综指呈现正相关.....	47
图 88: 中美销售总额对比.....	56

表格

表 1: 全球谷物供需表.....	9
表 2: 油料作物供需表.....	10
表 3: 两次货币量化宽松政策.....	32
表 4: 欧洲各国相继推出削减财政赤字的计划.....	35
表 5: 部分新兴国家加息时间表.....	36
表 6: 发达国家与新兴国家数据对比.....	37
表 7: 为应对货币战争, 部分新兴国家及地区实施的措施.....	37
表 8: 2010 和 2011 年一致性盈利预测.....	45
表 9: 2010 年上证指数波动区间表.....	48
表 10: 2011 年上证指数波动区间表.....	49
表 11: 10 年三季报分行业表现.....	49
表 12: 新兴产业股票池-节能环保.....	52
表 13: 新兴产业股票池-新一代信息技术.....	53
表 14: 新兴产业股票池-生物.....	53
表 15: 新兴产业股票池-高端装备制造.....	54
表 16: 新兴产业股票池-新能源.....	54
表 17: 新兴产业股票池-新材料.....	55
表 18: 新兴产业股票池-新能源汽车.....	55
表 19: 消费类主题股票池.....	56

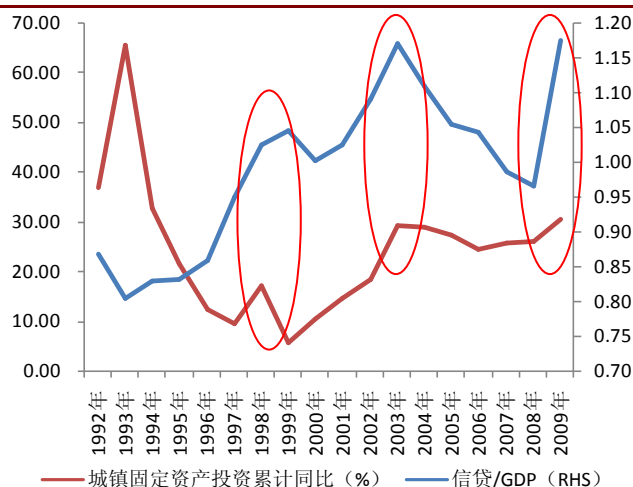
一、流动性的困境

(一) 信贷周期是流动性总闸门

信贷是国内流动性的主要来源之一。2008 年金融危机以来，由政府 4 万亿投资带动的大规模信贷投放，为市场注入了充裕的流动性。我们比较了历史上信贷与 GDP 比值，2003 年信贷推动投资强劲增长，信贷的投放规模也达到了历史的高点，信贷与 GDP 比值达到 1.17，2009 年政府 4 万亿投资计划的经济刺激措施下，信贷的投放再一次创出历史新高，信贷与 GDP 比值再次达到 1.17。

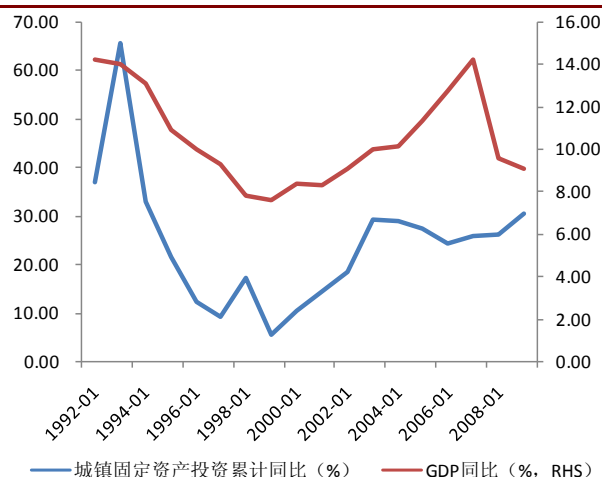
2000 年以来的本轮经济周期典型特征是投资拉动，而背后则是信贷大规模投放对投资和宏观经济的推动，为经济增长提供流动性。从历史数据来看，1998 年和 2003 年信贷/GDP 的比重分别达到阶段新高，信贷处于超额投放水平，推动了城镇固定资产投资增速分别达到了阶段性的高点。2009 年金融危机期间货币政策大幅放松，全年近 9.6 万亿的新增贷款规模极大推动了投资需求，也为经济复苏提供了充足的流动性。综合来看，信贷投放周期对经济周期的作用十分明显。信贷周期的推动，一方面刺激总需求的扩张；另一方面，伴随经济的扩张，货币供给增速强劲增长，市场流动性充裕趋势明显，两大因素推动价格上涨。

图 1：信贷/GDP



资料来源：wind，宏源证券

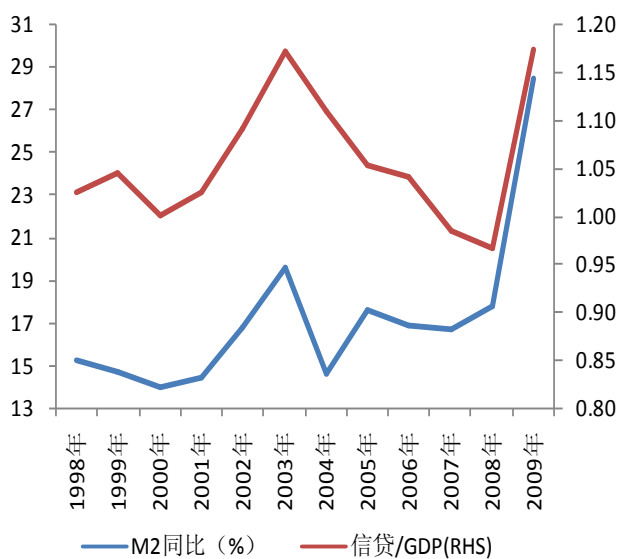
图 2：投资拉动经济



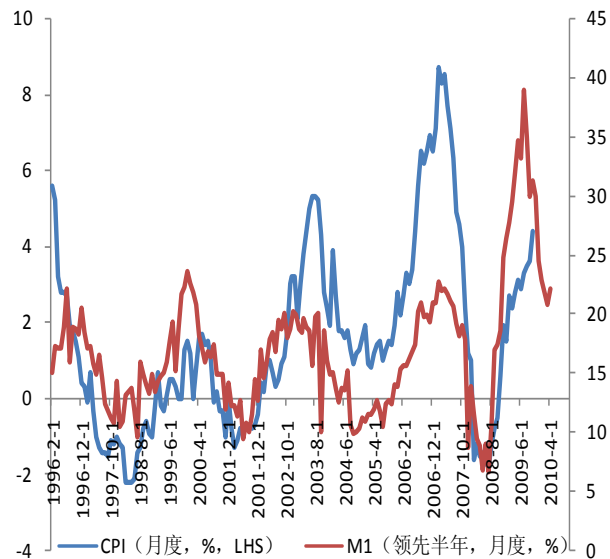
资料来源：wind，宏源证券

图 3：信贷推动货币供给

图 4：货币推动价格



资料来源: wind, 宏源证券



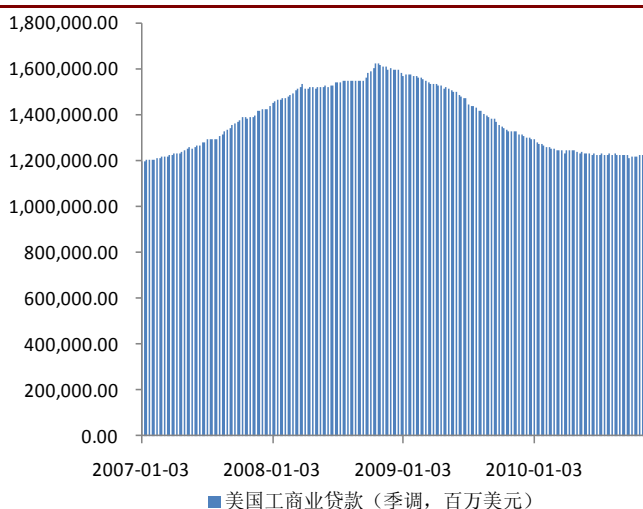
资料来源: wind, 宏源证券

（二）全球流动性向东流

美国联邦储备委员会 11 月 3 日宣布推出第二轮定量宽松货币政策，到 2011 年 6 月底以前购买 6000 亿美元的美国长期国债，以进一步刺激美国经济复苏。我们做粗略估算，如果按照 6000 亿美元基础货币规模、货币乘数为 3.5 的条件下进行测算，则 QE2 带来的总的流动性规模超过 2 万亿美元。

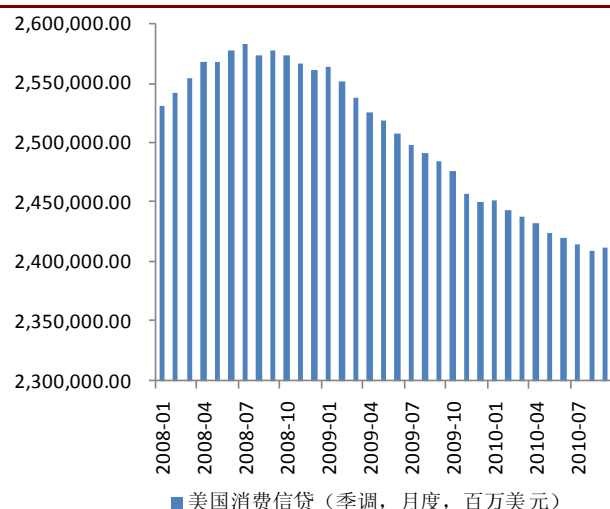
从美国的商业银行信贷来看，工商企业贷款数据目前依然维持低位，并且低于 07 年的平均水平，而消费信贷数据显示，消费信贷仍然处于下降的通道。综合来看，由于美国整体的信贷市场依然紧缩，量化宽松的流动性并没有全部有效的流向实体经济。

图 5: 美国工商业贷款规模仍然较低



资料来源: wind, 宏源证券

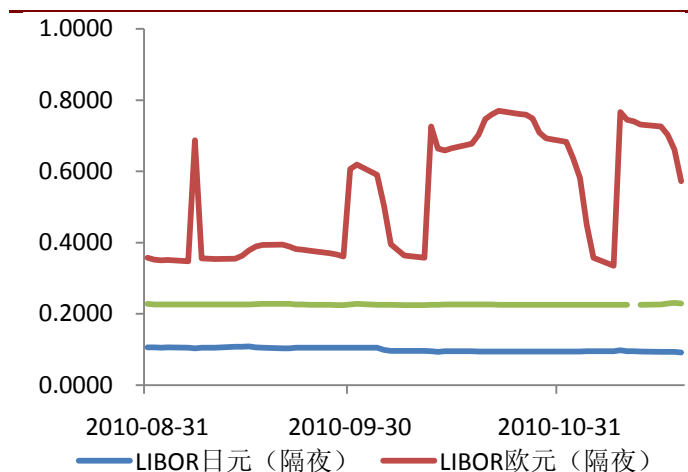
图 6: 美国消费信贷规模持续下降



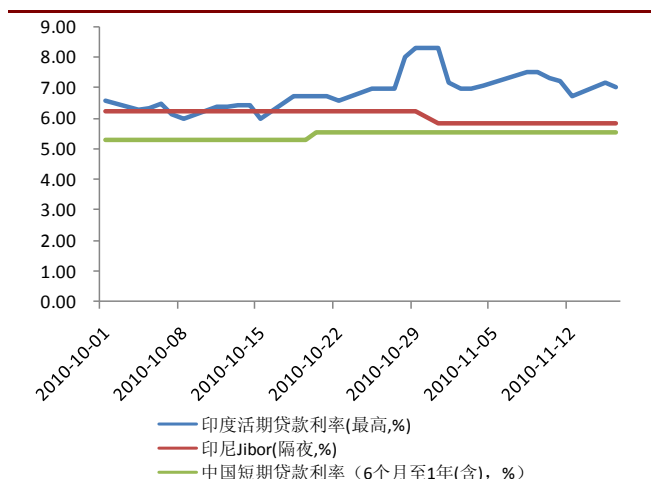
资料来源: wind, 宏源证券

图 7: 发达国家低利率

图 8: 新兴市场利率远高于发达国家



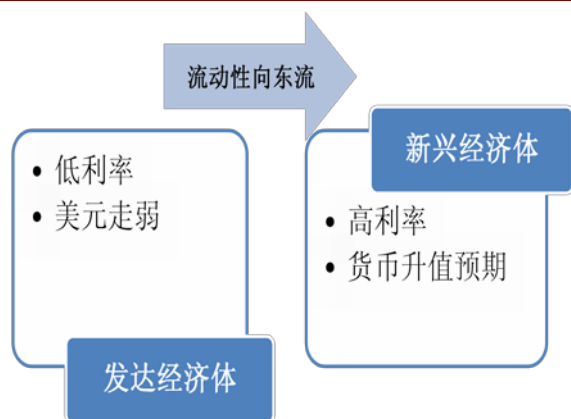
资料来源：商务部，宏源证券



资料来源：bloomberg，宏源证券

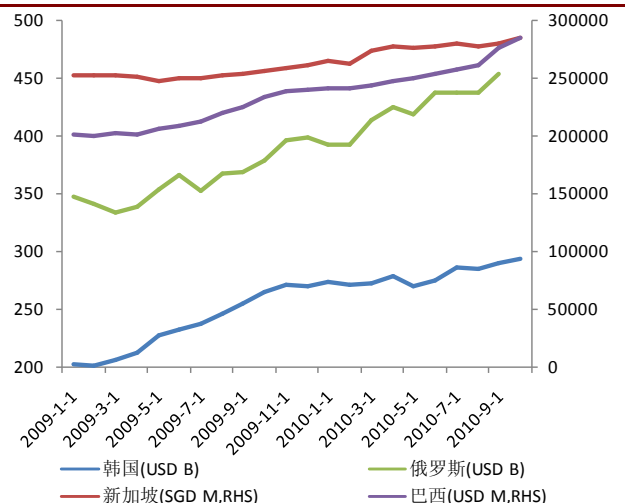
美国量化宽松带来的流动性主要两个方向，一是美国国内的资本市场，二是流出到其他国家。从资本流动的角度，目前欧美、日本发达经济体维持低利率水平，并且持续进行量化宽松政策，而新兴市场国家在通胀预期下，持续加息，利率水平不断升高，同时面临本币升值压力，全球流动性向东流趋势明显。数据显示，巴西、韩国、新加坡等外汇储备规模持续增加，韩国、巴西等央行行长公开场合纷纷表示，将对外汇市场进行干预，减轻本币升值压力，韩国立法机构采取措施控制热钱流入，同时副财长 Yim Jong-yong 表示，韩国已经做好了年底之前采取进一步措施的准备。

图 9：全球流动性向东流



资料来源：宏源证券

图 10：新兴市场国家外汇储备持续增加



资料来源：bloomberg，宏源证券

日本央行将主要用政府债券填满新的资产池，并且不会限制债券购买规模，另外，日本可能通过购买 BBB 评级的企业债以及地产、股票相关基金等风险资产，来刺激民间投资。美国为首，欧洲发达经济体以及日本等继续量化宽松政策，预计低利率仍将持续一段时期，全球流动性将继续流向高成长的新兴市场国家，预计新兴市场国家货币在外资不断涌入的同时，将面临越来越大的本币升值压力，从而将进一步吸引境外资金流入。

由于香港市场相对开放，资金进出自由，而国内资本项目管制，因此香港成为国际热钱进入中国的主要中转站，香港的热钱流入状况也因此成为内地热钱流入的一个重要参考

指标和风向标。今年7月份以来，香港自治区政府和金管局推出一系列措施控制房价的上涨，但是随着美国QE2计划的预期和实施，10月份以来香港的热钱流入规模明显增加，推动香港房价加快上涨。近日，香港自治区政府宣布在现有印花税4.25%的基础上，加征额外印花税，同时，降低抵押贷款比率，并进一步收紧贷款按揭，抑制投机行为对房价的推动。从香港股市表现来看，热钱流入也推动了香港股市。

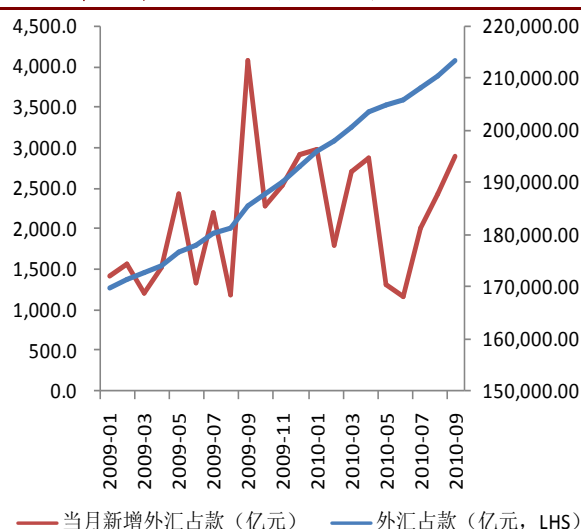
3季度末开始，国内外汇占款逐月大幅增加，显示热钱流入迹象明显。我们认为，在加息预期以及人民币升值预期下，热钱流入的趋势仍将持续。

图 11: 流动性推动香港资产价格



资料来源：宏源证券

图 12: 中国外汇占款近期大幅增加



资料来源：bloomberg，宏源证券

二、政策基调趋紧，流动性结构性宽松

（一）通胀是政策调控关注核心之一

农产品价格是短期通胀的核心影响因素。农产品价格走势需要从国际和国内两个因素考虑。全球范围看，第一，天气因素导致全球粮食主产区库存下降，产量下降，供需基本面预期恶化。谷物供需面方面，根据FAO的数据，受恶劣天气影响，今年全球谷物产量预计将比去年减少2%，同时库存水平也较去年同期出现较大幅度的下降，降幅或将达7.2%，而产量和库存水平的下降，引发粮食主产国对粮食的出口限制，将更进一步强化价格上涨预期。油料作物供需方面，根据FAO的数据，2010/11年的油料作物产量将略有小幅增加，但是由于需求增长更为强劲，因此总体上供需面仍将偏紧，预计库存/消费比仍将下降。

表 1: 全球谷物供需表

M tons	2008/09	2009/10E	2010/11 F	CHG%
Production	2 285.5	2 263.4	2 216.4	-2.1
Trade	281.3	273.6	267.3	-2.3
Total utilization	2 181.8	2 226.0	2 253.8	1.3

Food	1 027.6	1 040.5	1 056.6	1.5
Feed	758.0	761.1	764.0	0.4
Other uses	396.2	424.3	433.2	2.1
Ending stocks	520.4	552.4	512.5	-7.2

数据来源: FAO, 宏源证券。

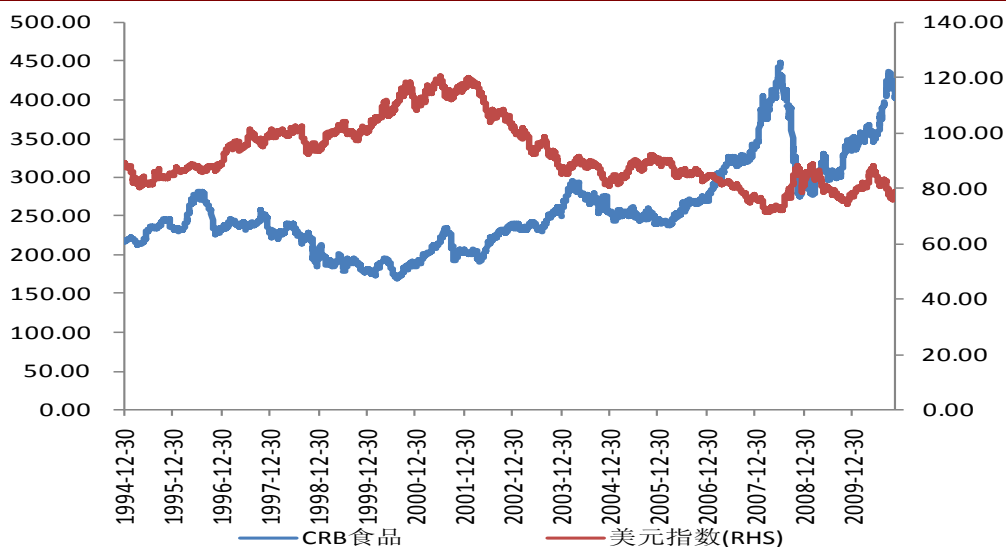
表 2: 油料作物供需表

M tons	2008/09	2009/10E	2010/11 F	CHG%
Total oilseeds				
Total Production	409.5	454.8	453.7	-0.3
Oils&fats				
production	161.5	172.0	174.6	1.5
Supply	184.8	194.2	198.8	2.4
utilization	163.6	169.9	178.0	4.7
Trade	86.2	88.9	90.8	2.2
Stock to utilization	13.6	14.2	13.2	—

数据来源: FAO, 宏源证券。

第二, 美国 QE2 计划的推出, 进一步推动了全球流动性, 在供需面预期恶化的背景下, 货币将进一步推动农产品价格冲高。第三, 美联储的持续量化宽松下, 美元中期或将维持疲弱态势, 给农产品价格起到推波助澜的作用。总体上, 从基本面看, 明年全球农产品价格上半年可能继续维持高位震荡, 今年产量的下降以及库存的降低为价格提供支撑。

图 13: 弱势美元推动农产品价格



资料来源: Bloomberg, 宏源证券研究所

从国内因素来看, 根据农业部的数据, 预计全年粮食播种面积达到 16.2 亿亩, 比上年增加约 1500 万亩, 总产在连续六年增产的基础上再创历史新高, 实现连续七年增产。分粮食品种看, 小麦、油料、棉花等产量不同程度下降, 大豆、棉花、糖料等部分品种产

需缺口增大。我们认为，虽然秋粮丰收，国家粮食储备充足，但是国内部分粮食品种产需缺口持续扩大，粮食进口数量增加，如大豆等，对外依赖度有所提高；另外，政府持续提高粮食收购价，将推动农产品价格长期保持上涨趋势，但是短期行政性限价将对农产品投机行为产生抑制作用。

货币因素未来半年时期仍将对通胀有一定推动作用。根据我们做的货币与CPI的相关性分析，货币供给对CPI领先半年，因此，此轮信贷周期带来的较快货币供给增速将持续到2011年上半年，对价格上涨带来持续的推动作用。

从中长期来看，生产要素成本上升是长期趋势，这将是带动中长期通胀的主要因素。首先，随着人口红利效应的减弱，劳动力成本上升趋势明显。全国范围内的最低工资标准大幅上调，劳动力成本明显上升。今年以来，全国范围内27个省市不同幅度上调了最低工资水平，其中，北京、上海、广州等十多个省市上调的幅度均大大超过10%；其次，水、电、天然气等价格面临上调。发改委2010年经济体制改革意见明确指出，推行居民用电阶梯价格制度，稳步推进水价改革，在有条件的地方实行居民用水阶梯价格制度，推进天然气价格改革是今年我国推进资源性产品价格改革的重点工作之一；第三，资源品税费改革、环境保护税等开征将提高企业的资源使用成本和环保成本，今年6月份在新疆率先实行石油和天然气从价征税，拉开了国内资源税改革的大幕。预计十二五规划期间，资源税的改革以及环保税的推出等将继续在全国范围内推进。

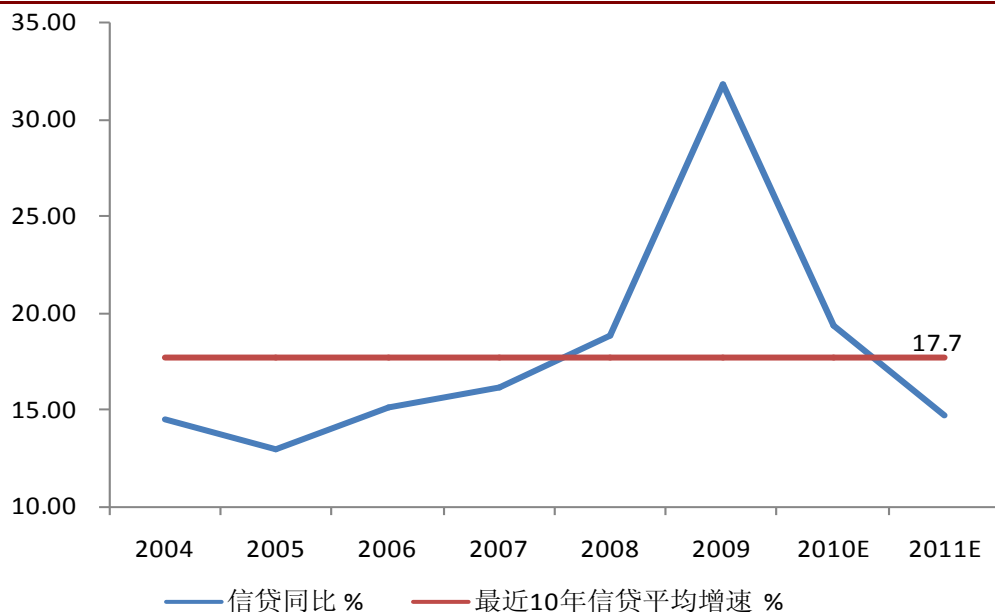
（二）政策基调转向“稳健”

未来的通胀走势将决定政策实际执行力度。针对目前市场普遍预期“十二五”期间央行将容忍更高的通胀水平的说法，我们认为和目前政府采取强制性行政措施控制物价的做法并不是一回事，目前的通胀，主要是农产品价格上涨带动，而部分农产品价格上涨显然已经脱离了基本面的支持，因此，政策有必要进行调控，管理市场秩序。

未来成本推动型通胀过程中，生产要素成本上升既有市场自身调节的因素，也有宏观调控的因素，既有国内的因素，也有国际的因素。从经济良性运行来看，理顺价格体系，让市场发挥作用，充分反映生产要素、资源的稀缺性，有助于经济结构的调整，从这个角度，央行应该容忍生产要素成本上升带来的温和通胀，但是并不是容忍流动性充裕下，投机因素带动的价格狂涨。事实上，农产品价格长期低估，才会引起阶段性货币推动的暴涨暴跌行情，如果理顺了价格体系，反而有助于价格的稳定。因此，未来政策调控会继续进行价格体系改革，让市场在生产要素定价发挥更大的作用。

从货币政策看，预计今年12月份的中央经济工作会议上，对明年货币政策基调将由适度宽松转向稳健，最近一次加息开启危机之后的加息周期。市场预期明年新增信贷规模可能控制在6.5-7万亿，我们认为6.5万亿的可能性较大，以此为基础进行测算，2011年信贷增速在12.59%-14.7%之间，低于最近10年的平均贷款增速水平，接近08年金融危机时期的水平。我们预计年底中央经济工作会议将进一步降低明年的货币供给增速目标，或定在16%左右。综合来看，明年信贷总体上偏紧，货币政策将较今年明显收紧。

图 14：明年信贷趋紧



资料来源: wind, 宏源证券

综合来看,虽然明年国内信贷将较今年收紧,但是我们认为流动性呈现结构性宽松特征,信贷结构将更加对新兴产业有侧重点。首先,明年即使 6.5 万亿左右的新增信贷,从绝对量上看仍高于 07、08 年水平,并且 4 万亿投资带来的流动性需要足够的时间来消化;其次,考虑到明年是“十二五”的第一年,预计信贷的投放上也将逐步向“十二五”规划产业大幅度倾斜,传统过剩行业在信贷规模或将逐步受到限制,七大新兴产业、消费服务、中小企业信贷将得到较大支持;第三,预计美国明年经济复苏仍然乏力,加息时间表可能进一步推迟,而目前市场仍有美联储推出 QE3 计划的预期,量化宽松的局面仍将持续,在欧美低利率、量化宽松下,新兴市场仍然是全球流动性的偏好。国内仍然面临较大的热钱流入压力。

三、2011 年:“十二五”结构调整的良好开端

10 月 18 日,第十七届五中全会通过了“十二五”规划建议,明确提出坚持把经济结构战略性调整作为加快转变经济发展方式的主攻方向,构建扩大内需长效机制,促进经济增长向依靠消费、投资、出口协调拉动转变;加强农业基础地位,提升制造业核心竞争力,发展战略性新兴产业,加快发展服务业,促进经济增长向依靠第一、第二、第三产业协同带动转变;统筹城乡发展,积极稳妥推进城镇化,加快推进社会主义新农村建设,促进区域良性互动、协调发展。和“十一五”规划相比,“十二五”规划着重突出了调整经济结构,发展新兴产业、扩大消费需求、调整区域结构、改善民生等。

图 13: 与“十一五”对比,“十二五”规划突出结构调整

- “十一五”：设立明确经济增长目标
- “十二五”：坚持扩大内需战略、保持经济平稳较快发展（包容性增长）
- “十一五”：把增强自主创新能力作为调整产业结构、转变经济增长方式的中心环节
- “十二五”：建立扩大消费需求的长效机制，调整优化投资结构，加快形成消费、投资、出口协调拉动经济增长新局面
- “十一五”：加快发展先进制造业，努力提高产业技术水平，加快发展服务业，加强基础产业基础设施建设，推进产业结构优化升级。
- “十二五”：要发展现代产业体系、改造提升制造业，培育**发展战略性新兴产业**，加快发展服务业，加强现代能源产业和综合运输体系建设，全面提高信息化水平，发展海洋经济。
- “十一五”：要继续推进西部大开发，振兴东北地区等老工业基地，促进中部地区崛起，鼓励东部地区率先发展，形成东中西互动、优势互补、相互促进、共同发展的新格局。坚持大中小城市和小城镇协调发展，按照循序渐进、节约土地、集约发展、合理布局的原则，促进城镇化健康发展。
- “十二五”：要促进区域协调发展、积极稳妥推进城镇化，实施区域发展总体战略，实施主体功能区战略，完善城市化布局和形态，加强城镇化管理，加大对革命老区、民族地区、边疆地区、贫困地区扶持力度，构筑区域经济优势互补、主体功能定位清晰、国土空间高效利用、人与自然和谐相处的区域发展格局。

资料来源：wind，宏源证券

从投资角度，我们认为未来新兴产业发展和三大需求结构改善带来的消费增长孕育着长期的投资机会。

预计新兴产业将在“十二五”规划期间逐步成长为拉动经济的新动力。10月份国务院发布了《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，明确七大新兴产业战略发展规划，并提出新兴产业发展目标：到2015年，战略性新兴产业形成健康发展、协调推进的基本格局，对产业结构升级的推动作用显著增强，增加值占国内生产总值的比重力争达到8%左右；到2020年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值的比重力争达到15%左右，吸纳、带动就业能力显著提高；节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造产业成为国民经济的支柱产业，新能源、新材料、新能源汽车产业成为国民经济的先导产业。

我们对数据进行了粗略测算，根据十七大报告确立2020年人均GDP比2000年翻两番目标，我们根据目前的数据和未来增速乐观预计，这一目标2015年前后可能提前实现，届时GDP总量将达43.4万亿元，按照新兴产业占GDP 8%比例测算新兴产业增加值将达3.47万亿元。预计2020年人均GDP或将达4万元，届时GDP总量将达58万亿，按照新兴产业占GDP 15%推算新兴产业增加值将达8.7万亿，5年内将实现翻倍增长，“十三五”期间复合增长率达20%，将远超GDP增速。

经济起飞带来消费扩张。中国的经济经过改革开放30多年的飞速发展，已经从“起飞”阶段开始向“成熟”阶段转型。这两个重要阶段有其重要的特点，经济“起飞”阶段政策的出发点是保持经济快速增长；而伴随着经济总量的快速增长和人均GDP的提高，经济“成熟”阶段来临，政策的重点将转向“分配”，财富再分配，缩小收入差距成为这一阶段的重要目标，而经济增长受制于人口红利拐点和要素价格上升将逐步减速，从高速增长转为中速增长。

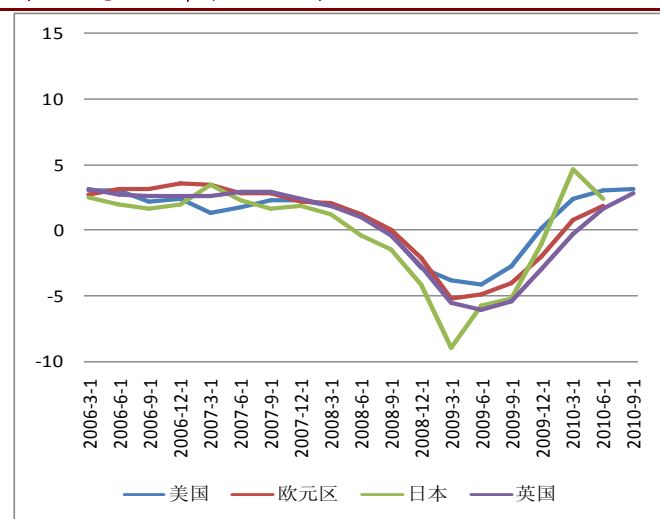
“十二五”规划建议中明确指出，“十二五”期间，实现居民消费率上升，服务业比重和城镇化水平提高，城乡区域发展的协调性增强。实现城乡居民收入普遍较快增加。

努力实现居民收入增长和经济发展同步、劳动报酬增长和劳动生产率提高同步，低收入者收入明显增加，中等收入群体持续扩大，贫困人口显著减少，人民生活质量和水平不断提高。我们认为三大需求结构的改善，消费对GDP贡献的提高是重要的核心内容，而扩大居民消费的根本途径是改革收入分配体制，提高居民收入在整个国民收入中的比重，同时加强社会保障和医疗保障力度。未来推动消费增长的动力在于，人均国民收入水平的提高，社保力度加强，城市化的推进，工业化的深化，区域经济的平衡所带来的新的消费增长因素。

四、发达经济体宏观数据分析

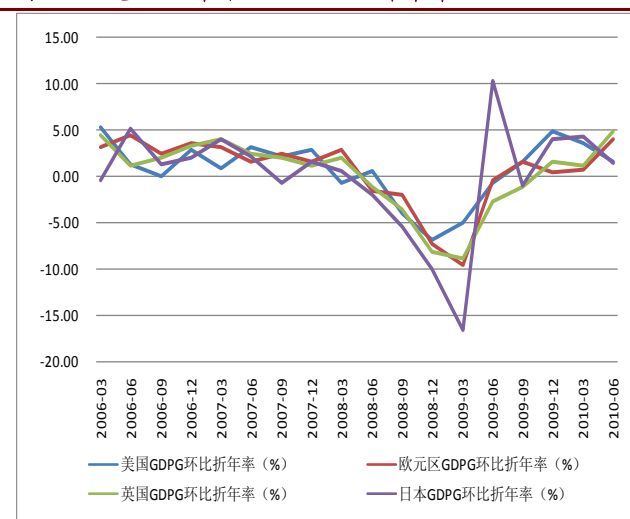
（一）经济增长放缓引发全球担忧情绪

图 4：发达经济体 GDP 同比



资料来源：Bloomberg，宏源证券

图 17：发达经济体 GDP 环比折年率



资料来源：Reuters，宏源证券

二季度欧元区 GDP 1.9%左右,而德国经济第二季增长 2.2%,是自从 1990 年德国重新统一以来增幅最大的一季。该项数据远远超过欧元区整体经济增长,可见欧元区除德国外经济增长状况并不是很好。但是德国的经济增长情况也已是强弩之末,德国的经济支柱——出口,目前已见顶,而欧洲在德国的溢价也已经结束。德国很难再出现高速的经济增长。欧洲靠德国而出现的经济增长也将不复优势。

三季度美国国内生产总值 (GDP) 初值环比增长 2%, 同比增长 3.1%, 与此前经济学家预期持平。而二季度美国 GDP 环比增长 1.7%, 同比整张 3%。美国商务部称, 三季度 GDP 增长主要得益于库存和消费者开支增加, 且贸易赤字对 GDP 的不利影响低于二季度, 可见, 三季度美联储实施的货币定量宽松政策还是起到了一定的效果。美国未来一段时间将持续这种宽松的货币政策, 初步预计到明年年中, 至于之后的货币政策走向还要看经济发展情况。

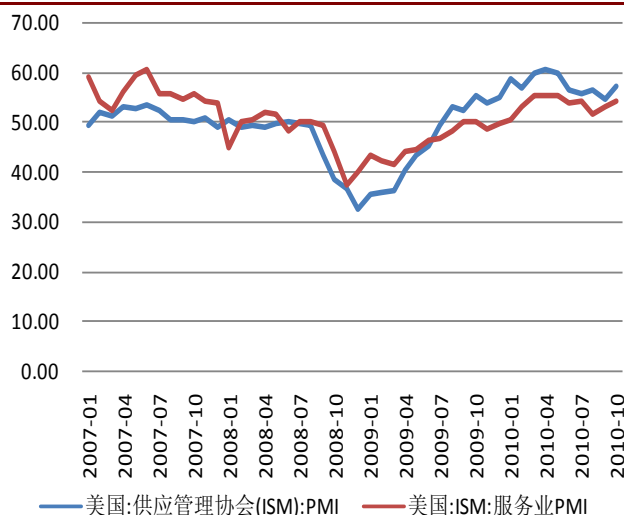
在 2010 年 4 至 6 月期间, 日本经济增长明显放缓, 并且分析人士普遍预测在未来一段时间里, 日本经济增速会进一步减缓, 这必将使正在与通货紧缩斗争的决策者们面临的困难进一步加大。此外, 日元升值对依赖出口的日本经济复苏造成了极大威胁。日本面向美国、中国等主要出口目的地日益减缓的出口增长使日本经济前景更加不乐观。日元兑美元汇率的不断上升严重的映现了日本经济赖以生存的进出口贸易。日元持续强势, 令日本

央行干预变得迫在眉睫。2009 年第二季度，依靠出口以及政府对节能汽车和电子产品消费的刺激，日本逐步走出了二战以来最严重的这场经济危机。但随后的发展一直参差不齐。此前，由于出口增长温和，刺激驱动的消费复苏已无力为继，市场已将 GDP 年均增长由 4.4% 下调至 2.3%。至 2010 年第二季度，日本经济已实现了连续三个季度的增长。但同比增速一直在下滑。日本的经济形势相较于其他发达经济体境况更为困难，面临通缩的压力更大。2011 年将是日本经济发展的重要时期。

虽然各国 GDP 增速可能有所下降，但目前仍属于经济的恢复性发展阶段，长期来看 GDP 应呈现继续增长态势。

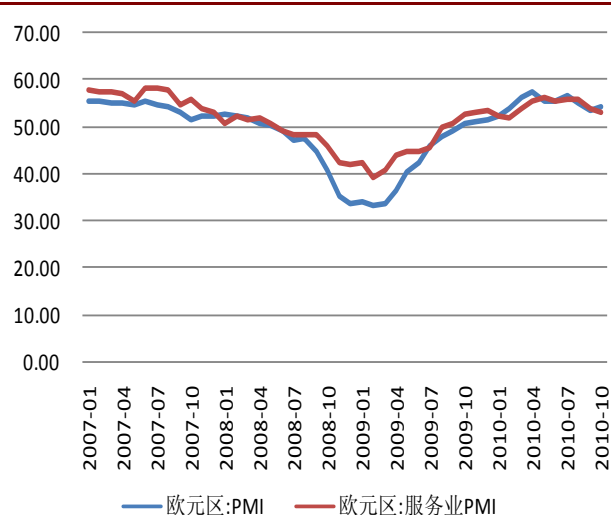
(二) 发达经济体经济增长预期稍好转，部分地区采购经理人指数回升

图 18: 各主要经济体制造业采购经理人指数 1



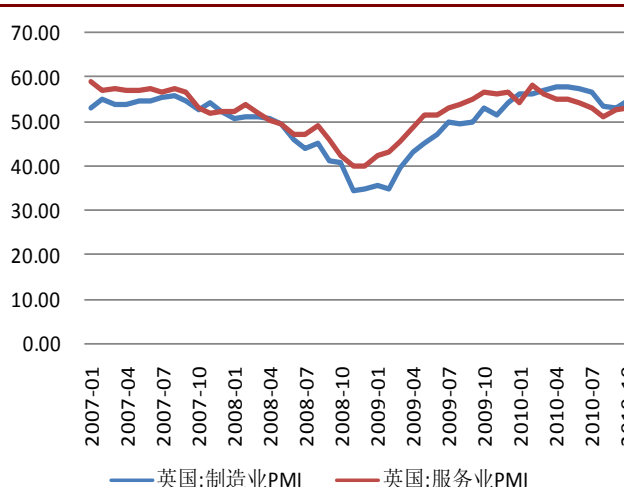
资料来源: Wind, 宏源证券

图 19: 各主要经济体制造业采购经理人指数 2



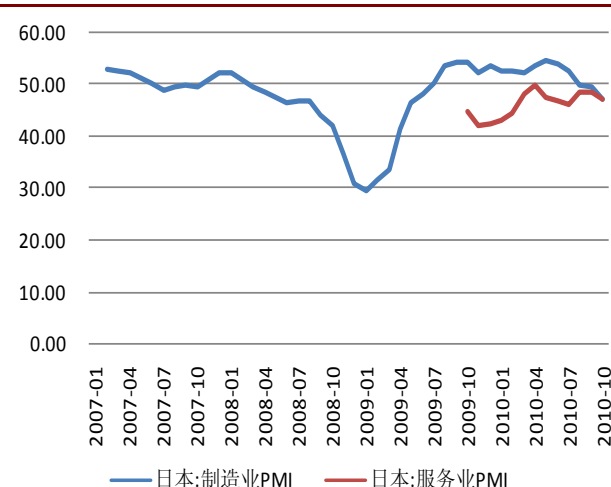
资料来源: Wind, 宏源证券

图 20: 各主要经济体制造业采购经理人指数 3



资料来源: Wind, 宏源证券

图 21: 各主要经济体制造业采购经理人指数 4



资料来源: Wind, 宏源证券

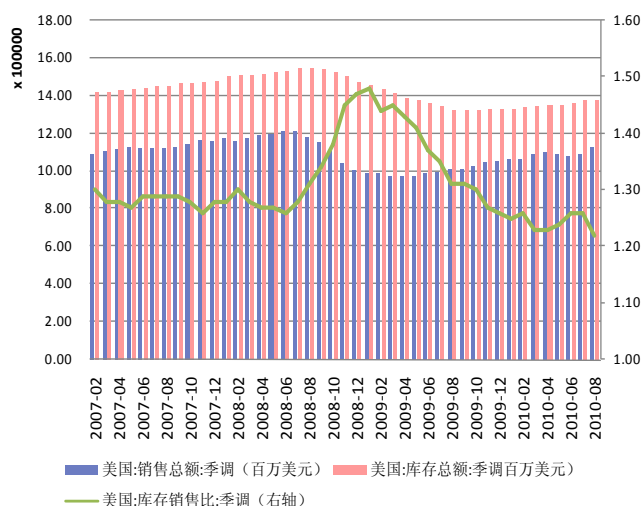
由于近期全球经济形势紧张，表现在采购经理人数据上我们看到，自 2009 年初开始

的采购经理人数据的快速恢复上升的势头已经不复存在。进入到 2010 年，该数据形成了徘徊震荡势头。采购经理人指数预示着未来一段时间内的经济走势，该指数的停滞不前说明目前经济发展已经结束了金融危机后的快速恢复期，进入了相对稳定的时期。8 月前，各国 PMI 掉头向下，显示投资者对经济增长预期的悲观态度。经济增长减缓迹象已经显露。但欧美等国家也纷纷表示，经济二次见底的可能性非常低，出现经济发展减缓是在大的金融危机过后，经济恢复过程中的现象之一。

目前，除日本外，各发达地区 PMI 仍位于临界点——50%以上。表明各经济体制造业总体仍处于扩张状态。整体来看，PMI 指数已经恢复到了金融危机前的水平，甚至已经超过当时的水平，表明了金融危机后经济快速恢复时期的膨胀状态。但总体来说，当经济发展平稳时，PMI 指数也相对处于平稳水平。目前，经济正在从高速的恢复性增长转入平稳增长阶段，伴随而来的是 PMI 也会回到一个平稳的水平。但目前，经济欲振乏力，进入 9 月份，由于美国、日本相继展开新一轮的定量宽松的经济刺激措施，市场对经济的发展又再次燃起了希望。表现在 PMI 指数方面，部分地区 PMI 指数已经企稳，甚至有所回升。而 PMI 采购经理人指数不仅预示着当经理入采购活动的活跃，同时，这种活跃可能传导至制造业、服务业的活跃。因此一旦 PMI 指数回升预示着只在也可能随之而来的回升。11 月，由美国率先开始本年度第二轮货币量化宽松政策，除日本之外，各发达经济体各项 PMI 指数均有不同程度的上扬，表明宽松的货币政策确实对发达经济体日渐疲弱的经济发展速度起到了一定的刺激作用。因此由目前的发达经济体经济发展情况来看，短期内，全球货币流动性仍然会保持较宽松的政策。

(三) 美国零售与库存状况稍有好转

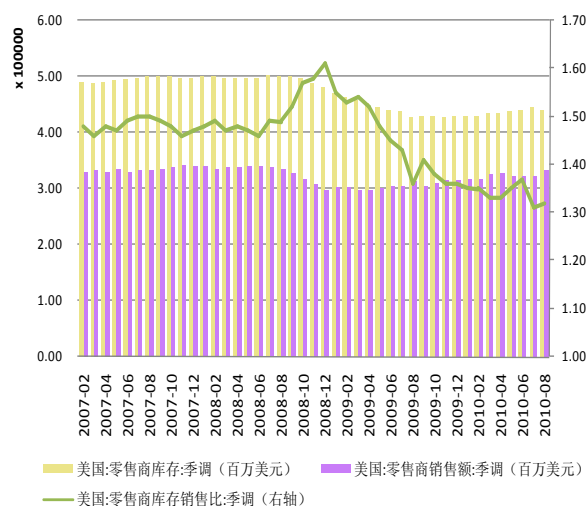
图 22: 美国销售与库存数据



资料来源: Windg, 宏源证券

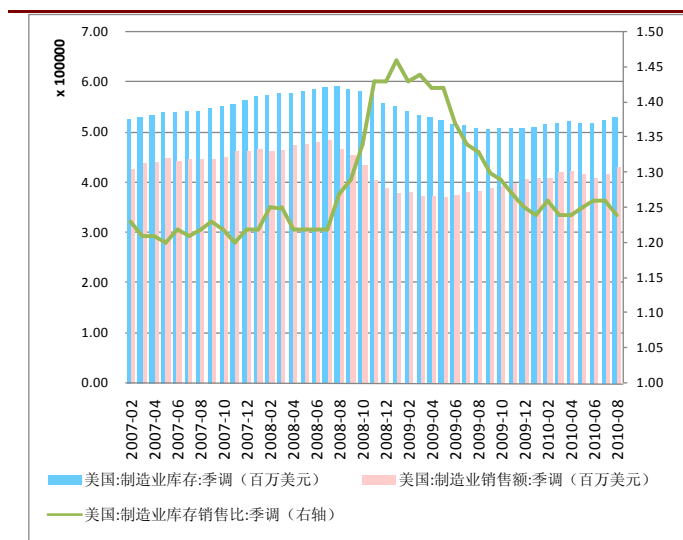
图 24: 制造业销售与库存数据

图 23: 零售商销售与库存数据

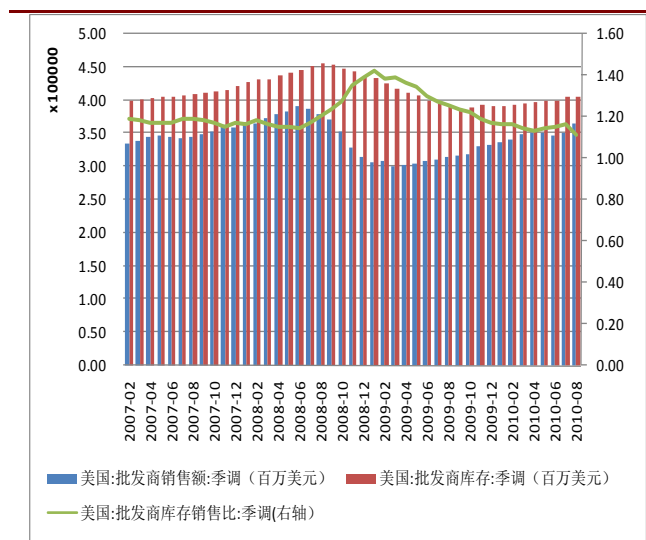


资料来源: Wind, 宏源证券

图 25: 批发商销售与库存数据



资料来源: Wind, 宏源证券



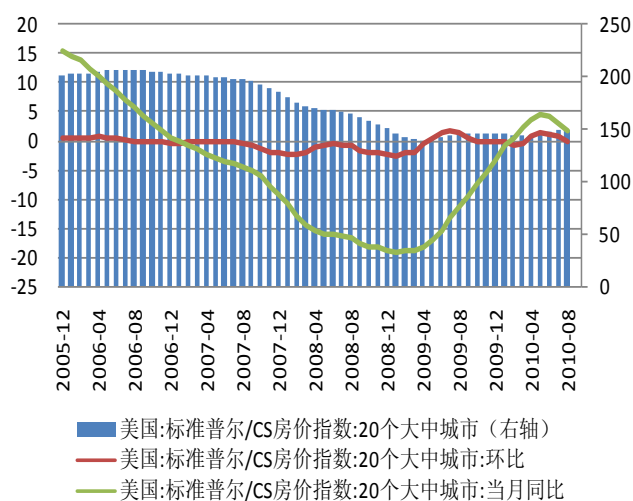
资料来源: Wind, 宏源证券

库存自历史低点反弹一直是推动美国经济摆脱 1930 年代以来最严重衰退的主要驱动器之一。在商业循环周期中，库存是导致 GDP 变化的重要因素之一。同样的，在此次金融危机中去库存成为振兴经济的重要一环。随后，库存随着经济的发展又逐渐增加。目前除零售业外，美国的各项库存标准已经恢复到金融危机前的水平。

另一方面，美国的家庭消费水平有所回升，这是支持美国经济增长的重要因素，目前数据显示，美国的私营企业投资见底，家庭消费水平回升。消费情况显示美国经济没有预期的差。就数据来看，销售额的增长速度要大于库存的增长速度，因此，目前制造业和批发业的库存销售比显现下降趋势。货币的量化宽松政策对于刺激消费，拉动需求应该起到了一定的作用。库存销售比的企稳表明投资者信心的恢复，和对未来需求的看好。但零售业库存销售比仍然能呈现上升状态，说明居民消费改善并不是很明显，这可能与居高不下的失业率密切相关而行的货币量化宽松政策希望可以是这种情况得到改善。

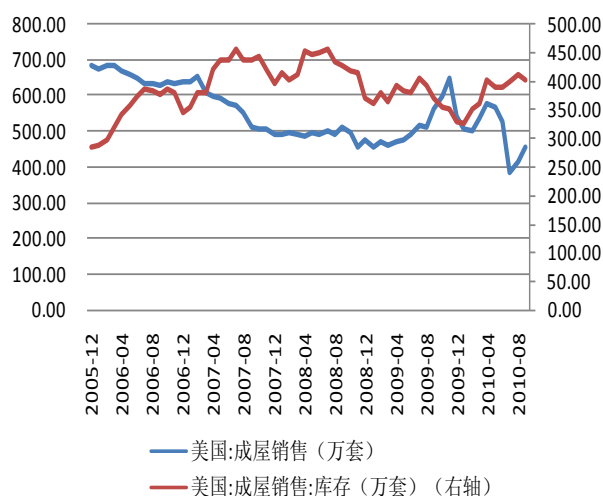
（四）美国房地产市场依然不景气

图 26: 美国房价指数



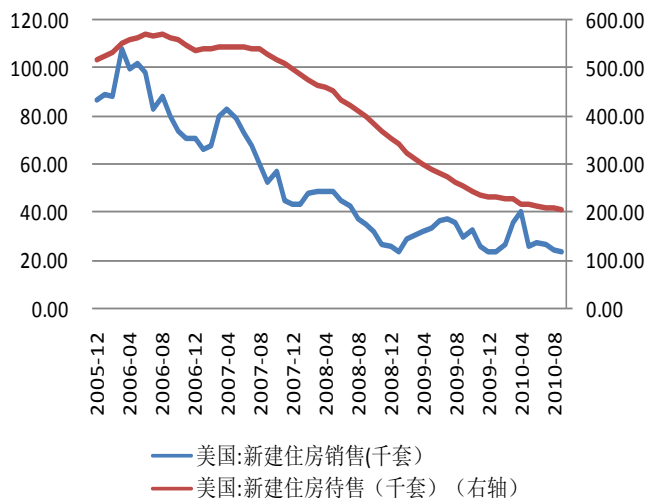
资料来源: Windg, 宏源证券

图 27: 美国成屋销售与库存



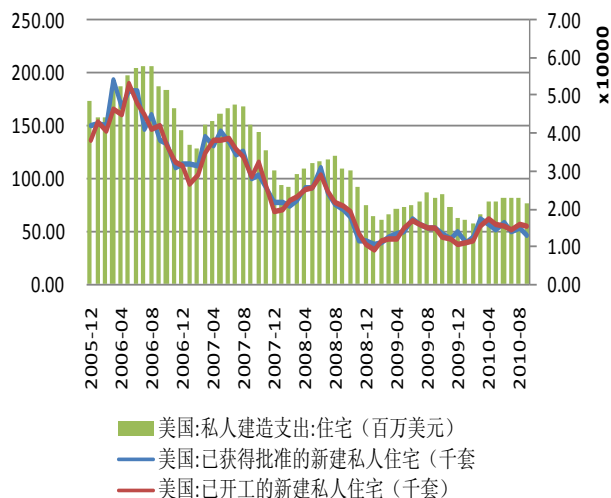
资料来源: Wind, 宏源证券

图 28: 美国新屋销售与库存



资料来源: Wind, 宏源证券

图 29: 美国新屋开工与建造支出



资料来源: Wind, 宏源证券

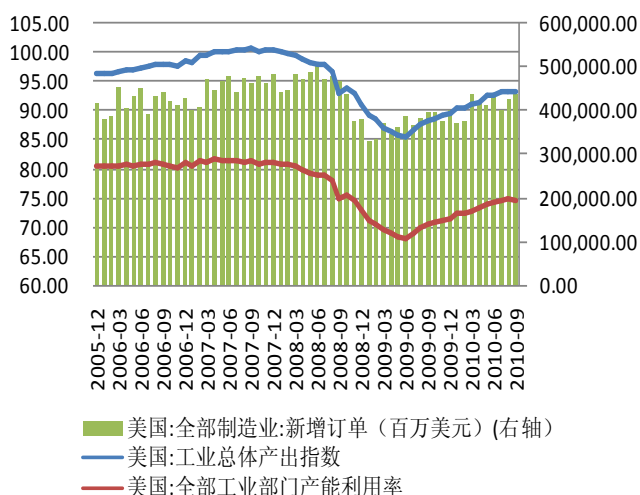
美国的房地产市场从一个侧面象征着美国的消费市场，而从数据来看，美国的房地产市场目前仍然低迷，新屋开工数与营建支出节节退败，表明投资者信心低下，并不看好房地产市场。而造成这一现象是由于无论是新屋销售数还是成屋销售数都在下降，投资者动力不足。虽然今年年中，美国实施了房屋贷款优惠政策，但成效并不明显，房屋销售量依然低下。而且，该项优惠政策已经结束，而房地产市场再次回复颓势。

截至目前，美国房地产市场房屋价格同比环比均出现下降，房市不景气已经困扰美国经济很长时间。解决这一困扰有两种方法：一是继续刺激政策，持续的刺激房市直至经济恢复，房地产市场再次活跃。但是这种方法耗时、耗力，且成本无法估计，属于费力但不见得讨好。另一种那个方法是发展新的经济增长点，使得美国经济对房地产市场的依存度下降，靠其他途径（例如发展新兴经济产业）使经济恢复增长，带动消费。这正是目前美国的努力方向：调整经济结构，但这种方式也很费时耗力，不过这是经济发展的必经之路，私认为是目前可采取的方法中较为靠谱的方式，虽然同样耗时耗力耗金钱，但毕竟是一条可持续发展的道路，也是全球经济发展的方向。

（五）各发达经济体工业生产情况

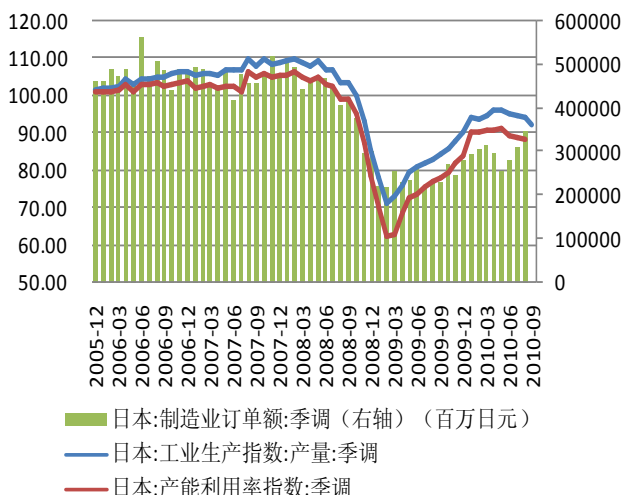
图 30: 美国工业生产指数

图 31: 欧盟工业生产指数

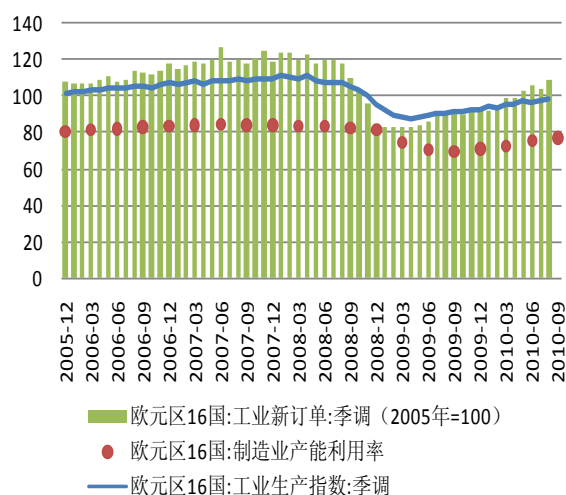


资料来源: Windg, 宏源证券

图 32: 日本工业生产指数

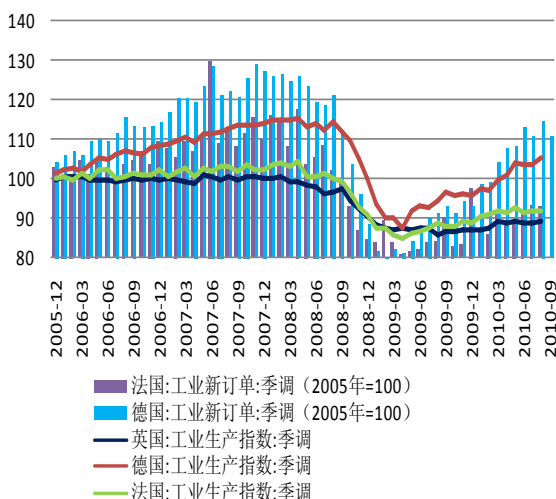


资料来源: Wind, 宏源证券



资料来源: Wind, 宏源证券

图 33: 欧洲三国工业生产指数



资料来源: Wind, 宏源证券

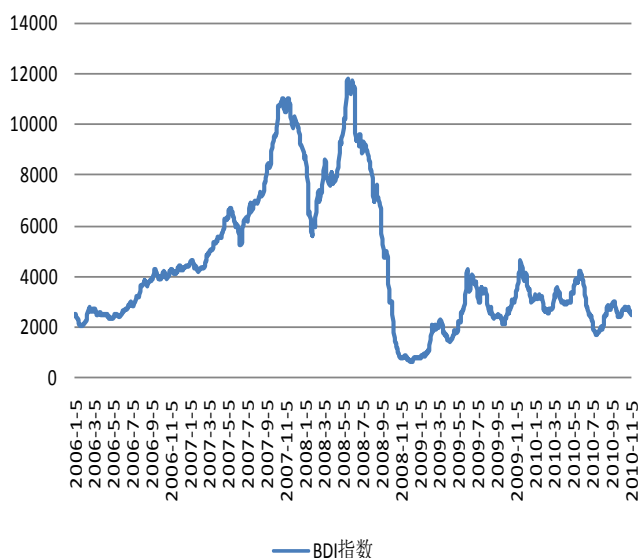
从工业生产方面来看,从2009年开始,各国工业生产指数虽有所回升,这主要是与全球的第一次货币政策量化宽松的刺激有关,但与经济危机前相比还有一定的差距。然而,第一次的量化宽松虽然使经济从低谷快速的回升,但经济的过快发展是不可持续的。进入2010年,可过工业生产出现了滞缓,尤其是日本,工业生产指数甚至出现了下滑。在以英国和德国为代表的欧洲经济体工业生产指数虽然在上涨,但上涨速度有所减缓。预示着社会未来需求的工业新增订单数量据历史经验,新增订单的持续改善,将使未来的就业机会和居民收入得到进一步提升,从而促进居民消费和经济增长。但是,就目前来看,欧洲经济总体工业生产指数和制造业产能利用率虽然还在上涨,但增长速度逐渐趋缓,而且,做为欧洲区经济支柱的英、法、德国工业生产指数增速放缓,尤其是德国的工业新增订单出现下滑,预示着欧洲依靠德国的经济增长而增长的经济明年可能会遇到挑战,政策上的刺激可能会延续到明年甚至更长时间。

在老牌的资本主义国家,工业生产是经济发展的基础,因此,在2010年的第三季度,由美国率先开始了第二轮的定量宽松货币政策。目的在于刺激消费,拉动国内投资,如果此次计划见成效,那么工业生产很可能再度迎来上涨势头,但由于前期基数大,应该不会

有前次的刺激政策为工业生产带来的刺激力度大。而且这种货币宽松的刺激政策的可持续性也有待怀疑。

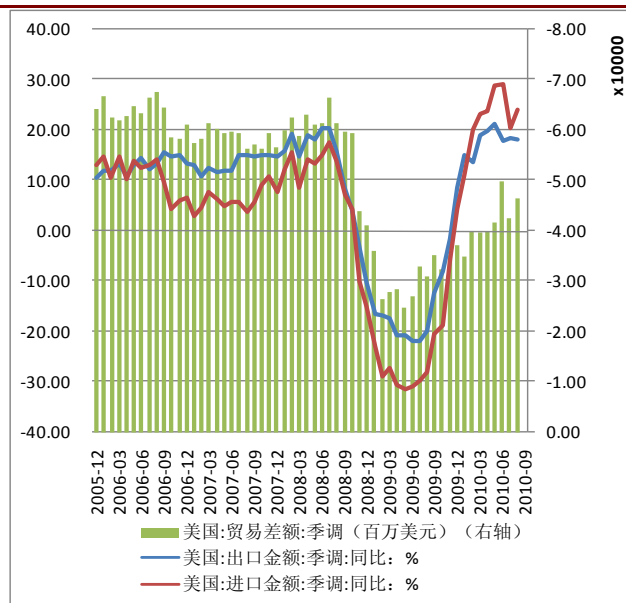
(六) 全球贸易的不平衡发展

图 5: BDI 指数



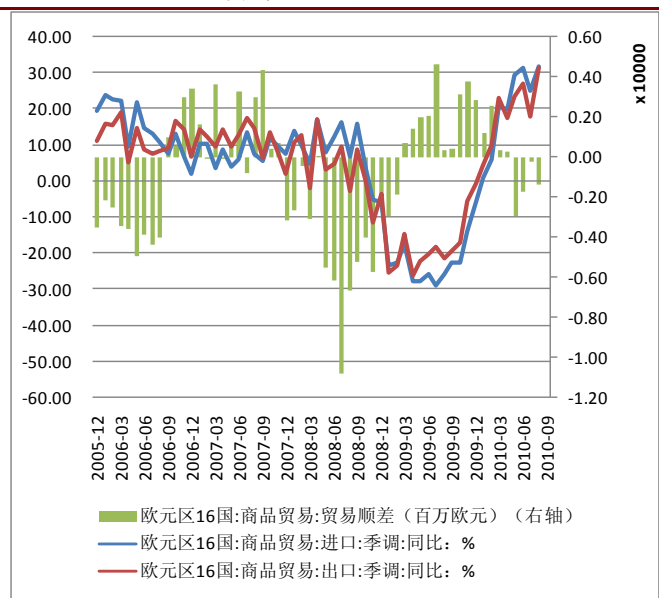
资料来源: wind, 宏源证券

图 6: 全球进出口贸易快速增长 1



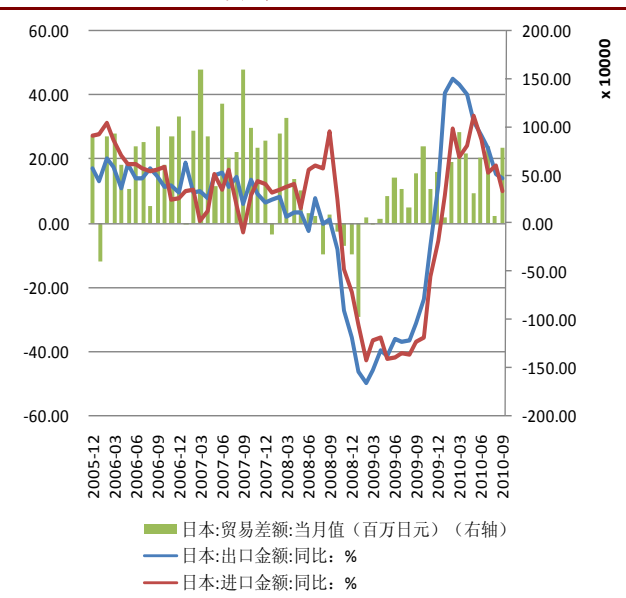
资料来源: wind, 宏源证券

图 7: 全球进出口贸易快速增长 2



资料来源: wind, 宏源证券

图 8: 全球进出口贸易快速增长 3



资料来源: wind, 宏源证券

作为进口型消费国家，美国的贸易逆差下降意味着国内需求疲软，经济下滑，消费者消费热情不高，严重情况下会阻碍国内经济发展。自全球金融危机后，美国的进出口贸易遭遇了类似情况。进出口额同时大幅度下滑，并且进口下滑远胜于出口，贸易逆差也大幅下降，这意味着美国的经济发展已落后周边国家。2009 年底，美国进出口贸易有了显著回升，进口回升速度胜于出口，贸易逆差有所上升，这说明美国经济正在快速的恢复并继续向前发展。同时，各国进出口贸易的大幅回升也意味着全球经济的向好。但进入 2010

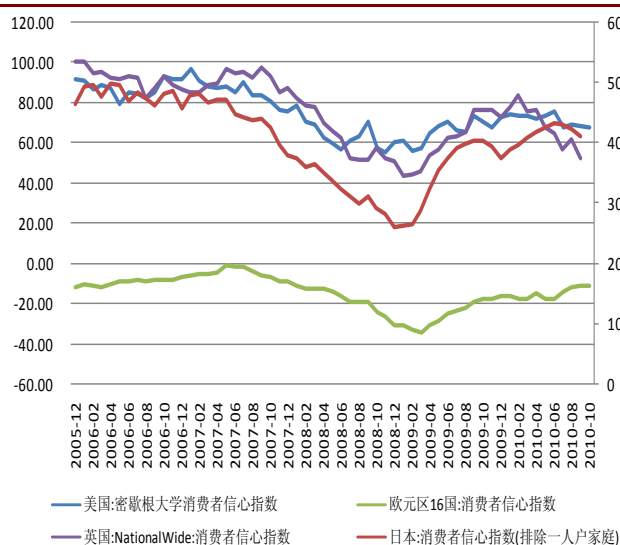
年，前期由于第一次货币量化宽松政策的刺激而出现的经济高速增长的状况不复存在，经济增长出现滞缓，连带的，国际贸易也出现了减缓。消费型国家贸易赤字不断增加，而作为出口国的日本则出现进出口额的同步下降，这都表明经济发展动力不足。为刺激经济增长，由发达市场引发了第二次货币量化宽松。

长期以来的高额贸易逆差使美国政府不负重荷，因此美国在此时实施货币量化宽松，一来希望流动性可以刺激本国消费，拉升通胀进而刺激市场需求；二来，货币量化宽松使美元大幅贬值，国内资本价格下降有利于出口，而新兴国家相对美元的货币升值虽然提高了本币的购买能力，从而也拉动了美国的出口，但国内资本升值危害了本国的出口，这对依靠出口的生产型国家，例如：日本、泰国等国家是致命的打击。因此很多国家在美国实施量化宽松之后也紧跟着实施了相应的政策。

而在欧洲，德国的溢价已经结束。出口方面，作为欧元区主要出口国，德国的出口已经开始出现下滑，近期，欧元区贸易也出现了逆差，因此欧洲也在疾呼人民币升值，期望提高人民币购买能力，通过提高中国进口额进而弥补本地区贸易逆差。

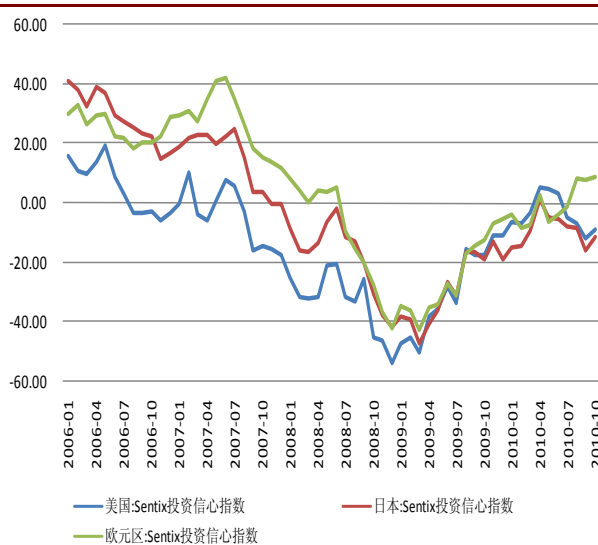
（七）消费与投资目前仍然疲弱

图 38：各国消费者信心指数



资料来源：Wind，宏源证券

图 39：各国投资者信心指数



资料来源：Wind，宏源证券

金融危机使全球经济受大巨大的伤害。消费者信心指数和投资者信心指数都跌落谷底。09 年初，消费者信心指数的大幅回落表明消费者对就业和收入的担忧，给美国的消费型经济的发展带来了巨大的压力。消费者信心指数和投资者信心指数均出现回落，是消费者和投资者目前悲观情绪的反应。消费者信心指数的下滑主要与消费者担心就业和经济发展状况有关。经济的不景气造成了高失业率，而持续不断地高失业率意味着更多家庭因此失去收入，或即将失去收入，因而消费能力下降。消费下滑意味着市场需求下滑，投资者因而失去了投资的动力，不愿意扩大生产，甚至可能裁员节流，进而造成就业市场的伤害，经济变得更加不景气。这形成了一个恶性的循环。

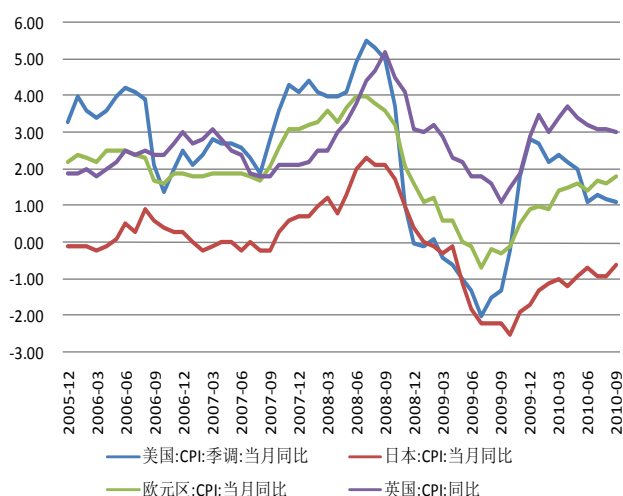
为刺激经济发展，从 2009 年开始，全球实施货币量化宽松等经济刺激政策，在积极的政策之下，全球经济终于从 2009 年开始企稳回升。但是进入 2010 年，经济不复快速的恢复性发展，出现了发展滞缓的现象，问完就日益缓慢的经济发展速度，由美国带头开始

了第二轮货币量化宽松的政策。

2010 年 8 月，美联储做出了继续货币量化宽松的决定，将使用到期抵押贷款的回笼资金购买美国的国债，这样一方面有效的压制了国债收益率，进而压低了融资利率，另一方面也是前期货币宽松政策的延续。美国及日本等地区相继实施新一轮的定量宽松经济刺激政策，市场信心下滑的趋势得以缓解。但是市场信心的提振不是一朝一夕可以做到的，11 月，美联储宣布了第二次货币量化宽松具体政策，希望可以提振市场信心。只有在市场信心上去的情况下，消费与投资才有可能改善，市场需求的上涨才可以改善就业市场，进而促进经济的发展速度。

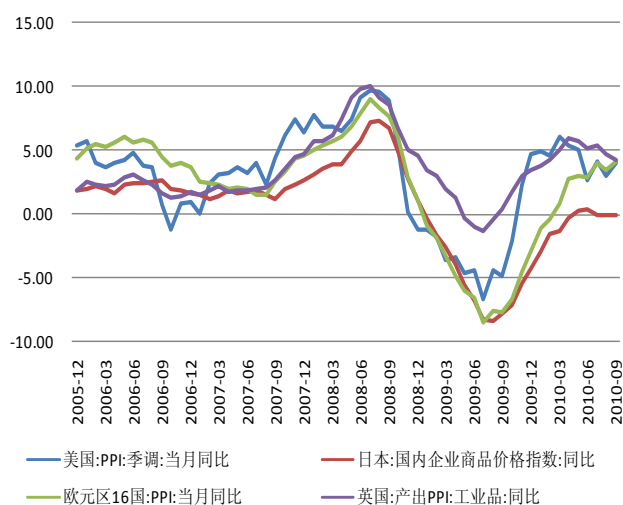
（八）各发达经济体依然面临通缩压力

图 9：各主要经济体消费者物价指数 1



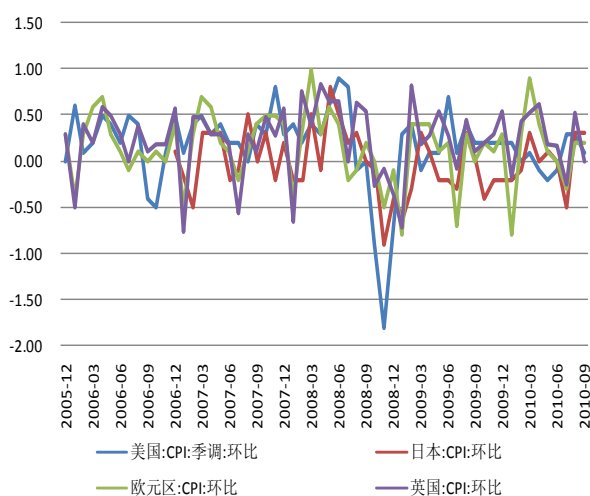
资料来源：Wind，宏源证券

图 11：各主要经济体产品物价指数 1



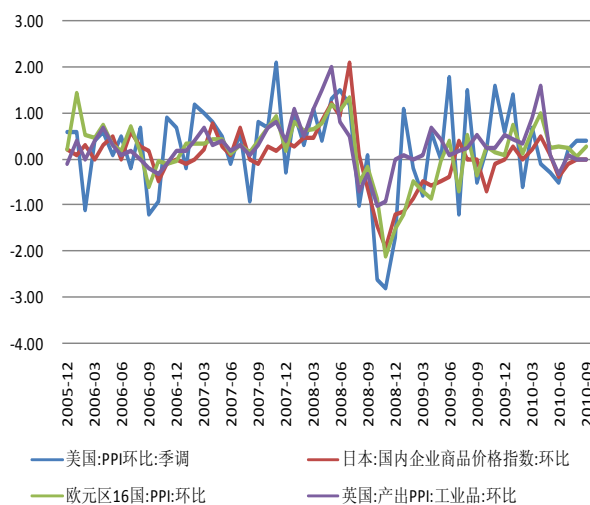
资料来源：Wind，宏源证券

图 10：各主要经济体消费者物价指数 2



资料来源：Wind，宏源证券

图 12：各主要经济体产品物价指数 2



资料来源：Wind，宏源证券

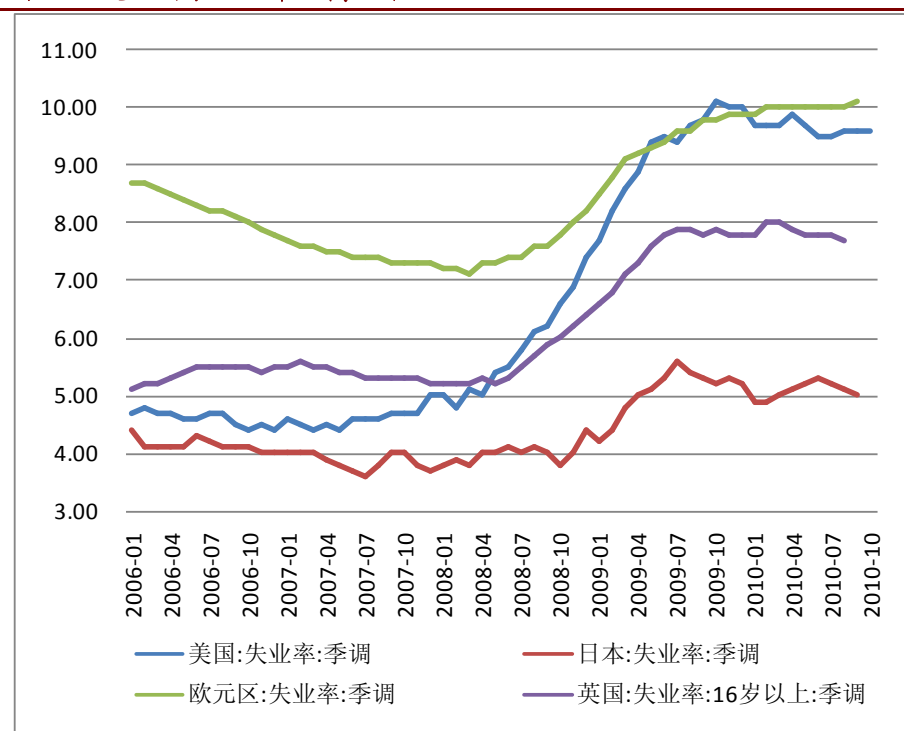
自金融危机以来，各国的 PPI、CPI 同比、环比均由历史高位降至历史低位。在各国共同努力下，2009 年第二季度，各国 CPI、PPI 终于止跌并开始稳步回升。进入 2010

年，各国 PPI、CPI 继续之前的回升势头，尤其美、英，表现尤为突出。但近期，由于对经济增长出现了减缓迹象，各国纷纷下调经济增长预期，严重影响了消费和投资，导致各发达经济体国家 CPI、PPI 均出现不同程度的下滑。

目前来看，美国、欧元区和英国 CPI、PPI 数据均处于历史平均水平，而日本 CPI、PPI 数据则仍然保持在历史低水平。近期，经济形势的紧张导致美国、欧元区和英国物价指数有所回落。而日本此前本来就笼罩在通缩的危机当中，物价指数的上涨正是他们所希望看到的，因此，由美国牵头，各资本主义发达国家纷纷再次实施货币定量宽松的经济刺激政策，希望可以刺激消费，拉动通胀。总体来看，各经济体 CPI 和 PPI 都已经出现了企稳迹象，但仍承受着通缩的压力，而环比数据显示，各经济体 PPI 数据已经开始上翘，由于 CPI 相对于 PPI 数据的滞后性，相信 PPI 数据在今后的几个月里会稳步回升。总之，目前发达经济体消费和需求的上涨需要长时间的经济刺激，因此我们预计明年发达经济体货币政策依然会维持较宽松的政策。

（九）失业率居高不下成为经济复苏道路中的一大障碍

图 44：发达国家失业率居高不下



资料来源：Wind，宏源证券

国际劳工组织今年 1 月 26 日发布的《2010 年全球就业趋势》报告指出，2009 年全球失业率达到 6.6%。从区域来看，发达经济体和欧盟成员国的失业率升幅最大，由 2008 年的 6.0% 增加到 2009 年的 8.4%；劳工组织预计，2010 年发达经济体和欧盟国家的失业率将进一步上升到 8.9%，新增 300 万失业者；世界其他地区则将维持目前的水平，或略有下降；因此，全球失业率总体仍将保持在较高的位置，这将成为经济复苏之路上最大的阻碍。

经济的不景气直接影响到了劳动者就业，而居民失业意味着失去收入，打击了居民的消费能力。消费是美国经济构成中的重要组成部分，消费的疲弱又影响到了美国经济的发展，这形成了一个恶性循环的怪圈。

美国至今已实现连续五个季度经济正增长，但经济平稳复苏并没有带来就业状况改善，产能利用率低、结构性失业严重及扩张性财政政策创造的就业效应不佳等因素造成当前美国失业率居高不下。

从目前来看，第一季度美国经济增长率从 2.7% 大幅上调至 3.7%，第二季度美国经济增长由 2.4% 下调至 1.6%，三季度 GDP 增长初值 2.0%，至此，美国经济已实现五个季度连续增长。同时，产出水平、个人消费、私人投资、出口和政府支出增长率等其他数据均显示，当前美国经济复苏势头仍在延续，尽管略显疲态，但美国就业形势却不容乐观。国际金融危机爆发后，美国失业率从 5% 急剧攀升至 2009 年 10 月的 10.1% 高点，今年 10 月末降至 9.6%，但仍在高位继续维持。与 2008 年至 2009 年危机时期大量岗位流失的情况相比，2009 年下半年以来经济快速复苏，但美国并没有出现大规模新增就业岗位的复苏现象。总结来看，造成美国失业率居高不下的原因有以下几点：

1. 产能利用率低下。

产能利用率，也叫设备利用率，是工业总产出对生产设备的比率，简单的理解，就是实际生产能力到底有多少在运转发挥生产作用。当产能利用率超过 95% 以上，代表设备使用率接近全部。反之如果产能利用率在 90% 以下，且持续下降，表示设备闲置过多。

结合工业部门产能利用率来看，2010 年 6 月美国工业产能利用率为 74.14%，相比 2009 年 6 月危机最低水平 68.34% 有较大幅度提高，但仍显著低于 2008 年 6 月前三年平均水平 80.81%，这表明大量设备闲置，失业率上升。

2. 工资的刚性上涨需求不利于再就业。

在海外的众多发达国家，为保障劳工的利益，工资是按时期成比例增长的。然而，在金融危机刚刚平息之际，经济还处于疲态，复苏需要时间。雇主不敢贸然增加员工，只能通过延长工作时间来控制工资成本。这样就造成了美国再就业市场的不利因素。

3. 经济结构调整后，跨区域就业的延时效应。

金融危机来临后，美国当局意识到这是由于经济结构的不平衡导致的灾难，因此在经济增长恢复期，政府作出了调整经济结构的举措，主要是针对产业结构、产品结构和地区结构等在内的经济结构进行了调整。目前提倡大力发展新能源，节能环保产业。但现有劳动力的知识、技能、观念、区域分布等却不适应这种变化，又与市场需求不匹配，最终引发了结构性失业。此次金融危机使美国经济结构面临重大调整，金融和汽车等美国传统优势产业的岗位流失严重，但新能源等新兴产业却异军突起。因此，跨行业的再就业人数大大增加，但劳动者需经历一个培训和寻职过程才能实现再就业，这将进一步拉长就业好转的“时滞”。

4. 国家财政政策支持方向不利于再就业。

金融危机后，中国扩张性财政支出投放重点是铁路、公路、港口等基础设施建设，以及“十大产业振兴规划”中的各项减税政策，创造了大量的工作岗位。而相较之下，美国大力发展高科技产业，然而高科技产业往往不需要雇佣太多的工人，对于制造就业岗位实际上是在做减数，也是不利于创造再就业岗位。

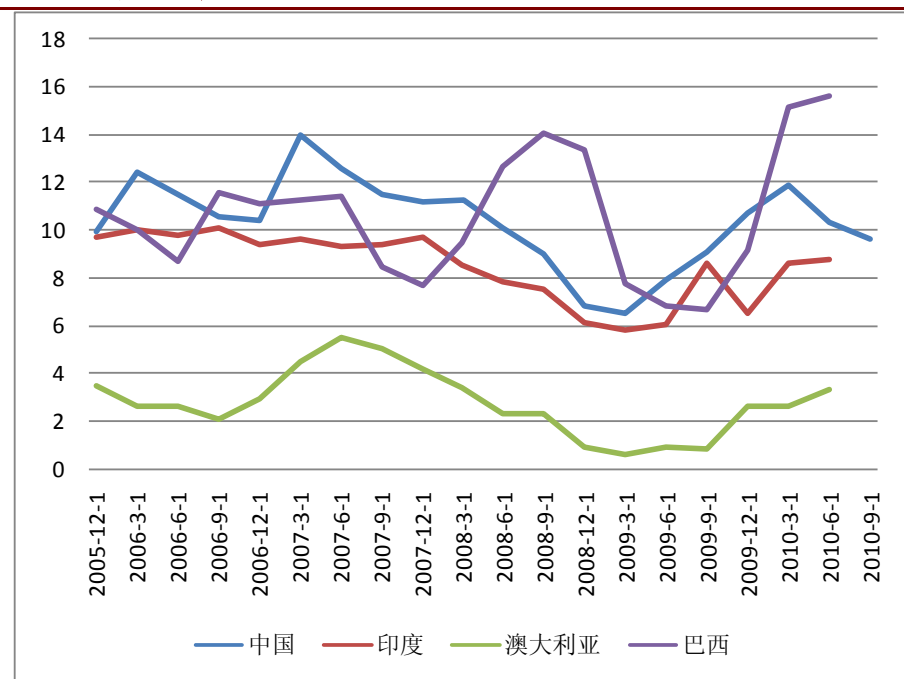
纵观各大发达经济体就业市场，存在的问题时有类似。目前失业率快速上涨的势头虽然已经被基本遏制，日本甚至还出现连续的失业率小幅下降。但是各国失业率仍然将长时间处于高位徘徊状态。各国失业率目前均保持在历史高位，这意味着经济的完全恢复任重

而道远。由美国带头实施的二次货币量化宽松政策旨在刺激消费，劳动需求，刺激经济上涨，进而创造就业。但这将是一个漫长的过程，预计刺激计划将延续至明年全年。

五、新兴经济体宏观数据分析

1、经济快速恢复增长

图 45：新兴经济体 GDP 增长迅速



资料来源：Wind，宏源证券

相较于发达经济体，发展中经济体经济增长速度远远超出发达经济体。虽然进入 2010 年，中国的 GDP 增速有所减缓，但仍然保持在 10% 左右，这是发达经济体无法比拟的。而在上述数据中之所以把澳大利亚这个相对发达的经济体列入是因为，依靠其本国丰富的矿产资源，澳大利亚的经济增长形式要好于其他发达经济体。

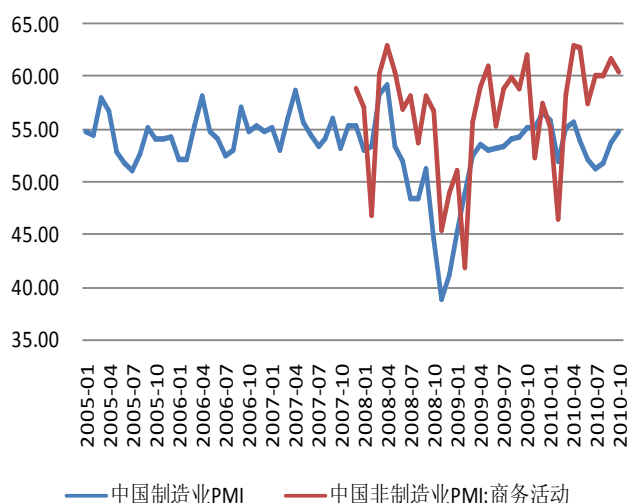
发展中经济体由于其经济发展空间大，在上次金融危机中受到的伤害相较于与发达经济体较小，且前期的第一次全球性货币量化宽松政策对其经济推动力度远远大于发达经济体。因此以欧美为代表的西方发达资本主国家，为刺激消费，提升需求、解决就业的一系列经济问题，挽救日益下滑的经济增长速度，不得不祭出最后的武器——货币量化宽松。他们仍然在苦苦挣扎，意图摆脱经济通缩的危机。而增长前景更稳健的诸多新兴经济体使出浑身解数，以应对日益升温的通胀和资产泡沫威胁。

就目前来看，经济发展应该属于金融危机后的恢复阶段，仍然处于上升通道。但由于前期高速的恢复性发展，导致现在经济发展出现疲态，缺乏动力。西方发达国家大量释放流动性，再刺激本国经济的同时，也为发展中国家带来了冲击。美元的贬值导致亚太等地区发展中国家本币升值，资本价格上涨，迎来了更严厉的通胀压力。因此全球货币政策出现了两极分化的现象。

2、新兴经济体 PMI

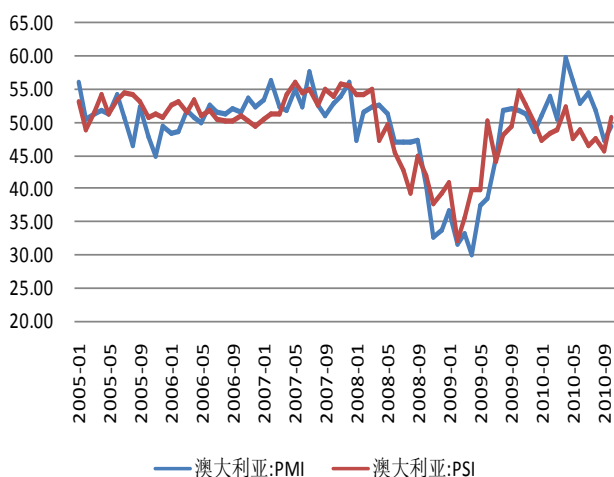
图 46：中国 PMI

图 47：印度 PMI



资料来源: Wind, 宏源证券

图 48: 澳大利亚 PMI

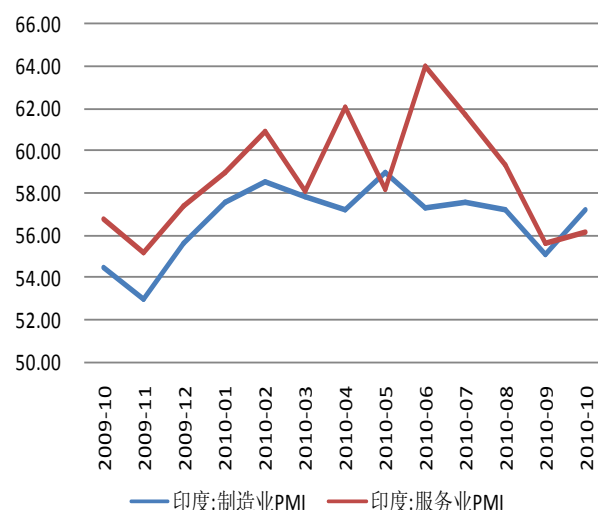


资料来源: Wind, 宏源证券

新兴经济体采购经理人指数目前均在 50 以上，表明经济仍然处于扩张状态，而与发达国家不同，发展中国家拥有更大的经济发展空间，同样的 PMI 数据，相较于发达国家目前的已经几近饱和的经济结构以及经济发育状况，发展中国家的经济活跃度要更高。表现在中国和印度的 PMI 数据，其变换程度更为剧烈，反映其对市场变化的热情度更高。

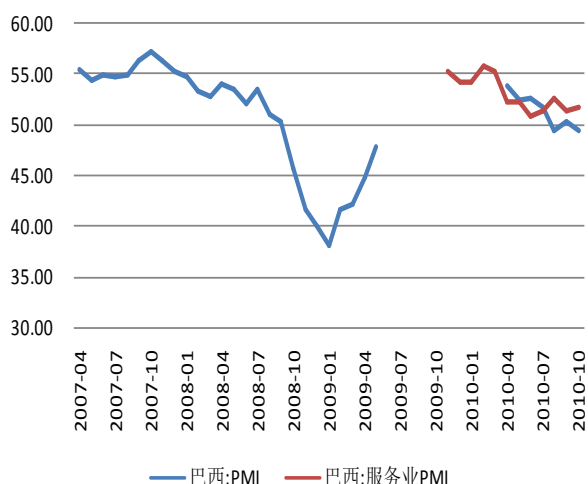
3、新兴经济体普遍存在通胀压力

图 13: 中国 CPI&PPI



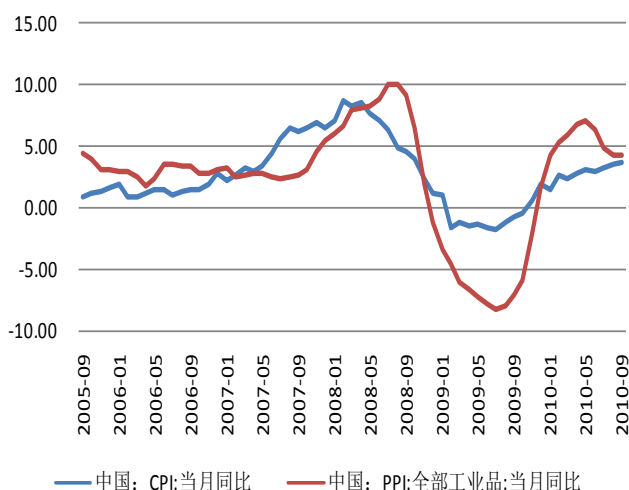
资料来源: Wind, 宏源证券

图 49: 巴西 PMI



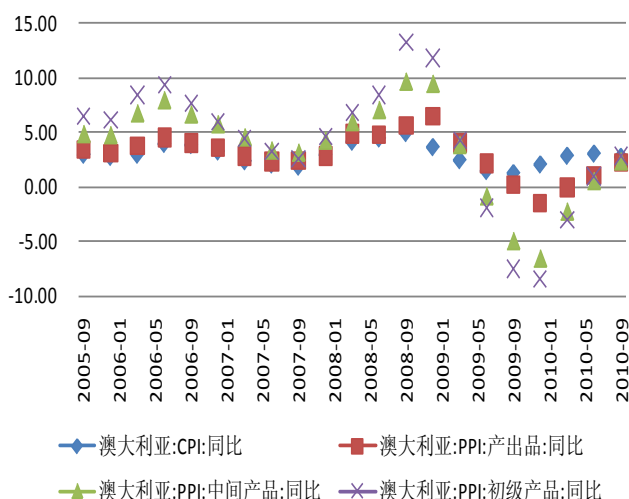
资料来源: Wind, 宏源证券

图 14: 印度 CPI

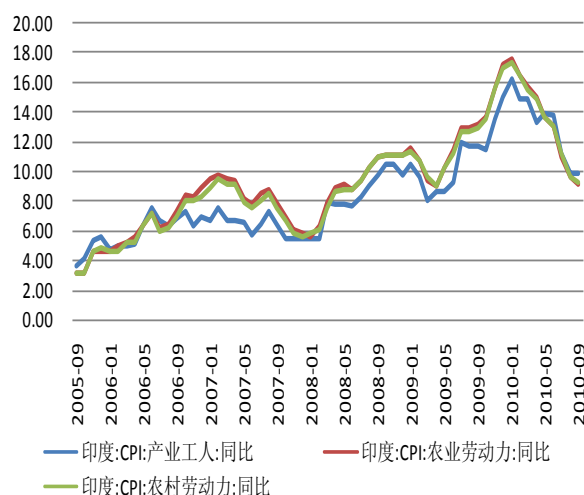


资料来源: Wind, 宏源证券

图 15: 澳大利亚 CPI&PPI



资料来源: Wind, 宏源证券



资料来源: Wind, 宏源证券

图 16: 巴西 CPI

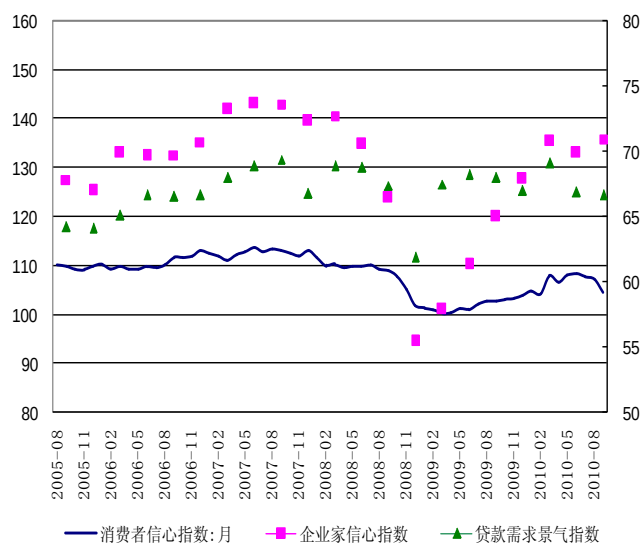


资料来源: Wind, 宏源证券

结合经济增长与通货膨胀数据来看，发展中国家无论是由于拉动内需、调整结构的经济刺激计划，还是得益于本国资源丰富出口稳定增长而是经济快速稳定的向好发展。伴随而来的是由于投资消费的上涨而日益高企的通货膨胀，通货膨胀是导致加息的直接原因。从时间上来看，澳大利亚第一次加息是在 2009 年的 10 月，印度第一次加息是在 2010 年 3 月，巴西第一次加息是在 2010 年 4 月，而中国则是在 2010 年 10 月。均是在这四个国家 CPI 超出金融危机前的水平之上，且实际利率为负的情况下。加息后，巴西、印度的 CPI 数据明显下行，可能与两国加息幅度较大有关。但澳大利亚得 CPI 仍然没有明显的得以控制，主要可能由于矿产价格上涨导致的。因此，预计奥达里也很可能继续加息的动作。中国的 CPI 自进入 2010 年后节节攀升，政府容忍度终于到达极限，与 10 月进行危机后的第一次加息，效果还看不出来，但就目前数据来看，前期 PPI 数据高企，势必会影响到 CPI 上升，因此，我们判断年内很可能出现第二次加息。但中国目前不具备持续性，大幅加息的条件。必须找到促进经济发展和平衡点。

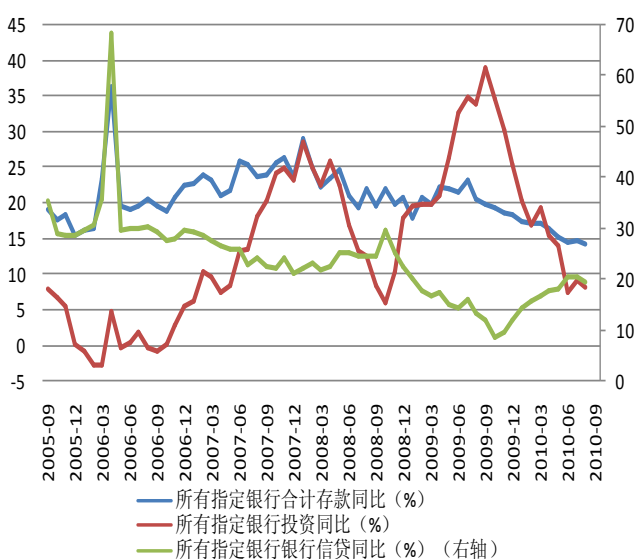
4、新兴经济体投资消费情况

图 54: 中国投资与消费信心指数



资料来源: Wind, 宏源证券

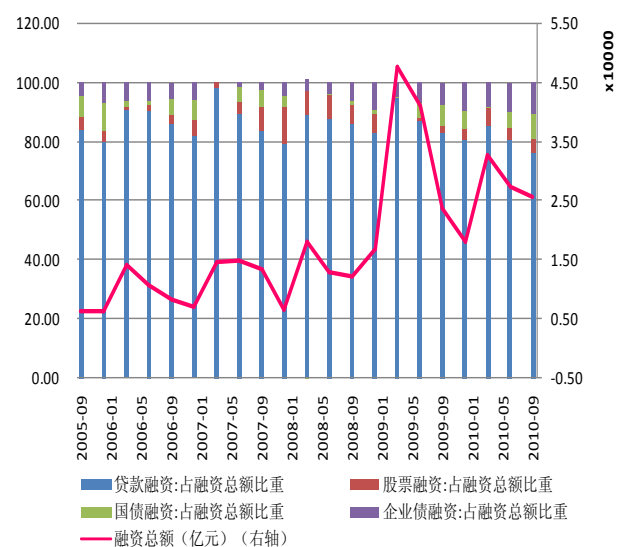
图 56: 印度所有银行存贷投资状况



资料来源: Wind, 宏源证券

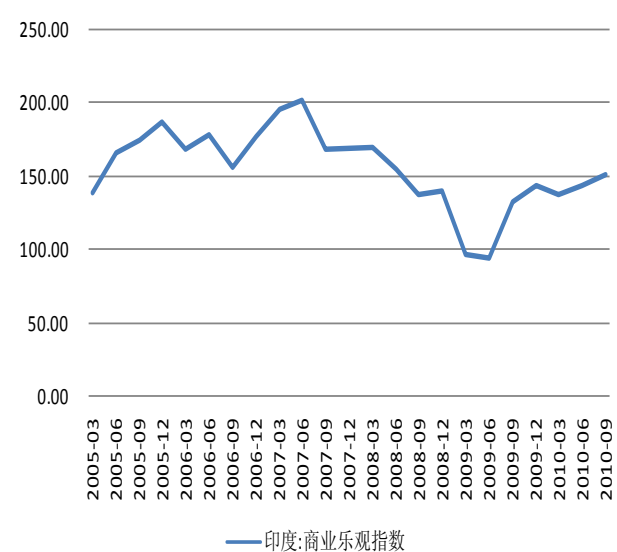
图 58: 澳大利亚消费状况

图 55: 中国非金融部分融资情况



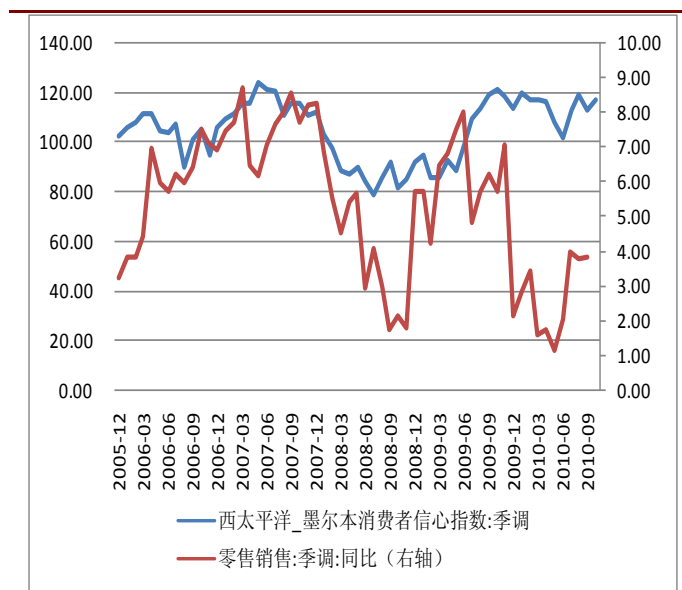
资料来源: Wind, 宏源证券

图 57: 印度商业乐观指数



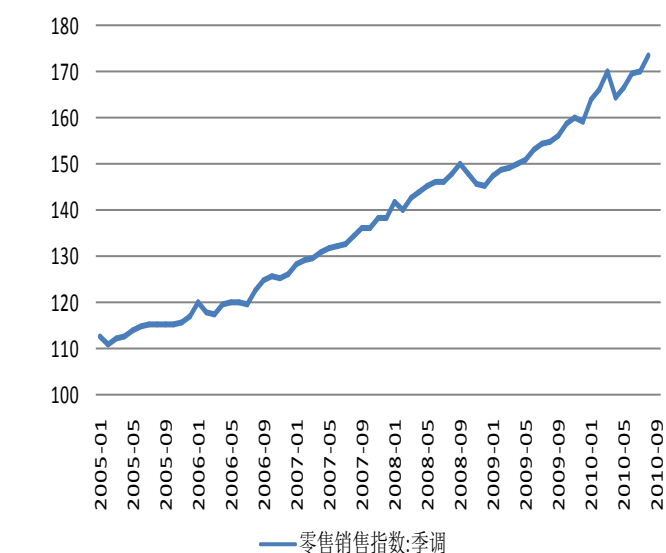
资料来源: Wind, 宏源证券

图 59: 澳大利亚信贷状况

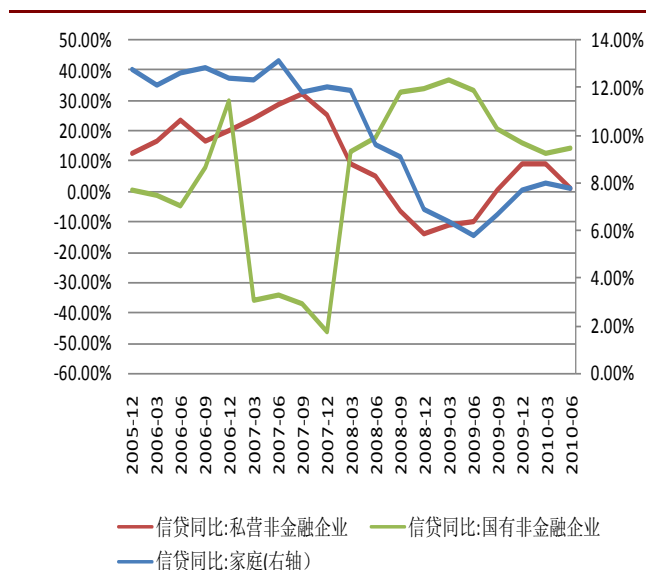


资料来源：Wind，宏源证券

图 60: 巴西消费状况

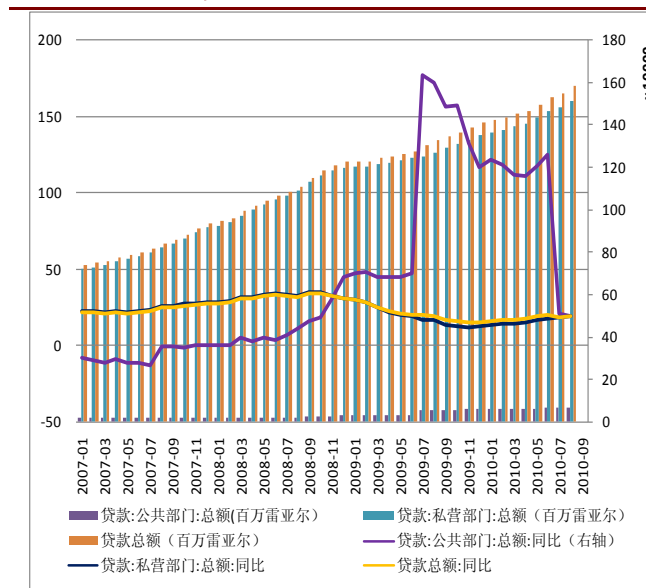


资料来源：Wind，宏源证券



资料来源：Wind，宏源证券

图 61: 巴西信贷状况



资料来源：Wind，宏源证券

从新兴经济体消费与投资状况来看，中国的企业家信心指数明显上涨，而信贷需求经济指数也是稳中有升，非金融企业融资总额稳步上涨，这些都体现了我国在上一轮拉动内需的过程中取得的成绩，国内实体企业在投资建设方面热情高涨。而消费方面，我国消费者信心指数在进入2010年后一直是呈上升状态，这与政策上提高居民收入，刺激消费是分不开的，然而进入8月以后，我国CPI高企，物价飞速上涨，打击了消费者的积极性，因此加息是必要的。

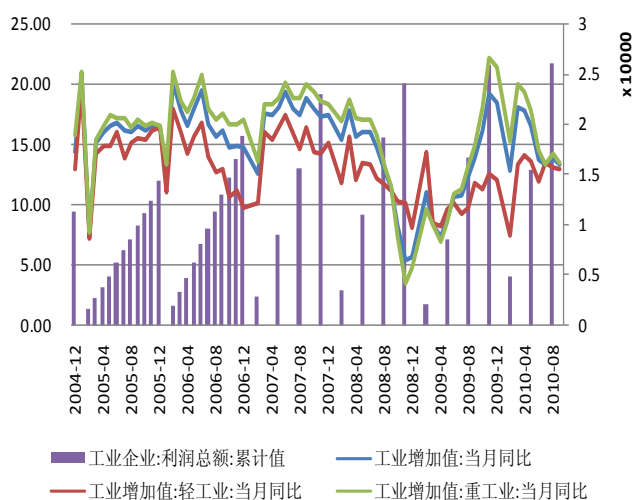
在印度，所有银行信贷上涨的同时伴随着存款与银行投资的下降，商业乐观指数的上涨体现了社会消费与企业投资的积极性。在澳大利亚，零售销售自加息以来有明显回落，但在2010年下半年又出现了明显的回升，作为资源型发达国家来看，澳大利亚的GDP增长速度并不是很快，CPI的压力也主要来自于矿产资源，大幅的加息对澳大利亚并不适用，很可能影响其经济发展速度，但小幅的持续性的加息给予了市场喘息的空间，所以很快的，澳大利亚的消费者信心指数与零售销售又重现升势。在巴西，作为资源性发展中国

家,巴西的稳步发展是有目共睹的。其零售销售,国内贷款均稳步上涨,形成投资消费两旺的局面。在第一轮的经济刺激过程中,巴西也采取了劳动内需的措施,在那期间,其公共部门贷款骤然增加,但由于其占比较小,对总贷款额的贡献不明显。贷款总额的稳步增加主要与私营部门贷款稳步上涨息息相关,目前巴西的矿业蓬勃发展,市场投资活跃。

各种迹象表明,新兴经济体的经济正在快速的恢复发展,相较于发达地区,他们的投资消费欲望更明显,商业活动更繁荣,为加息创造了良好的条件。

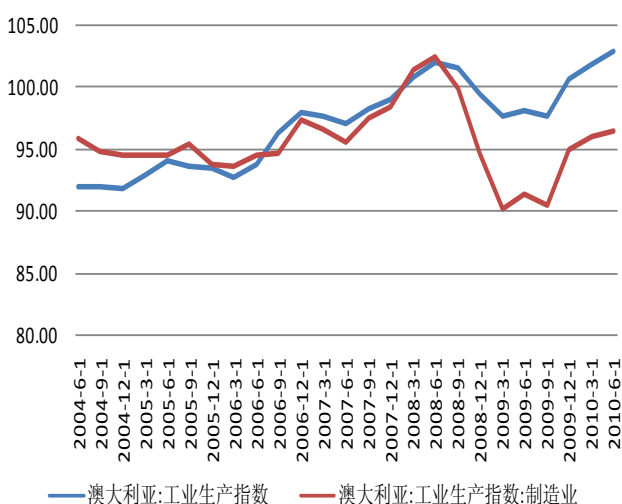
5、新兴经济体工业发展

图 62: 中国工业发展情况



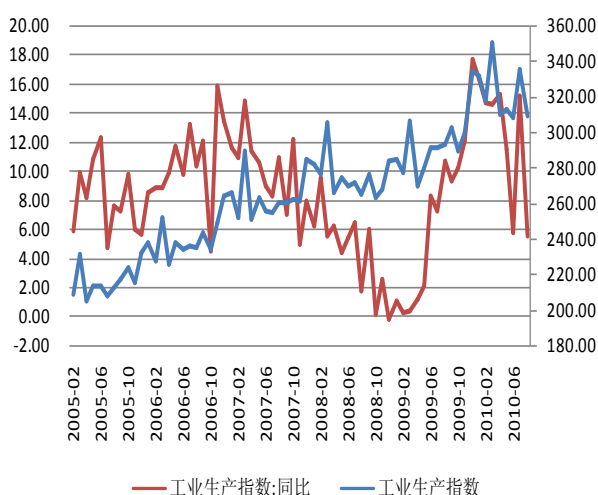
资料来源: Wind, 宏源证券

图 64: 澳大利亚工业发展状况



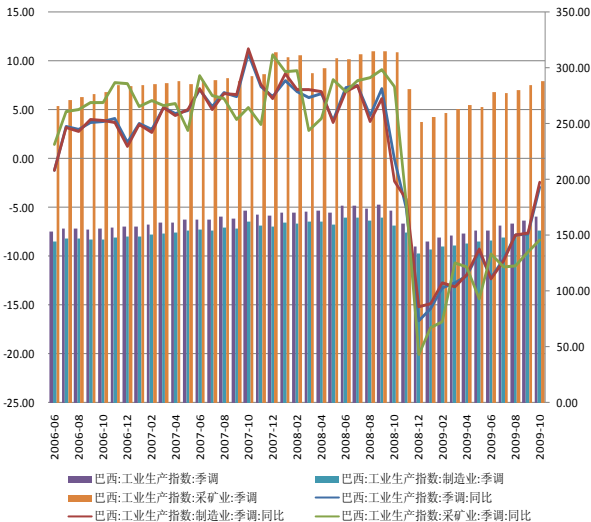
资料来源: Wind, 宏源证券

图 63: 印度工业发展情况



资料来源: Wind, 宏源证券

图 65: 巴西工业发展状况



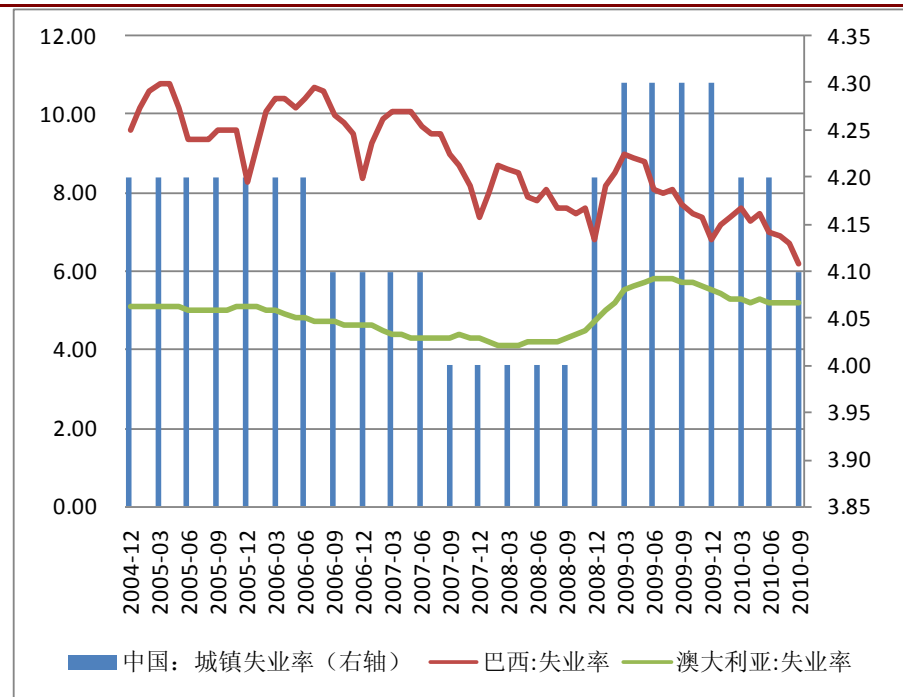
资料来源: Wind, 宏源证券

与西方发达国家相比,发展中国家目前工业发展速度要远远高于他们。首先,发展中国家在这次金融危机后,经济发展表现突出,并将经济增速稳步的持续了下去,而西方发达国家则经历了二次衰退的危机,大大损害了其经济发展。其次,发达国家,尤其是德国、英国、美国等老牌资本主义国家,其工业发展水平本来就已近饱和,留给本国的发展空间并不大,因此在金融危机后,工业的恢复性发展速度是无法与新兴国家相匹敌的。而资源

国由于得天独厚的优势，工业发展具备先天的优良条件，因此，金融危机后，澳大利亚、巴西等资源国工业恢复性发展也要远远超出西方发达国家。

6、新兴经济体失业率

图 66: 中国、巴西、澳大利亚失业率



资料来源: Wind, 宏源证券

在全球失业率高企的情况下，新兴发展中国家的失业率相对于发达国家而言可以说是情况比较不错的，而且，这些地区随着经济发展状况的改善，失业率也有了明显的下降。中国虽然正处于由劳动密集型输出国家向科技密集型转移的过程中，但在中国的市场上，劳动力成本依然较低，吸引了海内外投资者，城镇失业率因此在金融危机后得以快速改善。巴西的失业率周期性十分明显，这主要是由于巴西是新兴的资源国有关。由于巴西处于南半球，属于热带气候，冬季少雨，夏季多雨，因此矿产开发多在冬季（以北半球气候而言），因此巴西每年 4 季度失业率最低。而且就整体趋势而言，巴西的失业率连年保持下降趋势，即使在金融危机期间也不例外，这可能是由于巴西经济支柱——矿业发达有关。澳大利亚的失业率走势更像西方发达国家，但比率要小。由于金融危机，澳大利亚的失业率也一度攀升，但幅度有限。与巴西相同，澳大利亚也是资源国，而且澳大利亚气候条件要优于巴西，所以其失业率没有周期性。虽然新兴国家与资源国失业问题没有发达国家严重，但也足以对本国造成伤害。前期中国以 4 万亿之巨拉动内需的同时也是在创造就业机会。各国目前仍然在为创造就业而头痛，失业问题已经成为经济复苏道路上的拦路虎。随着各国经济结构的调整，新的经济增长点的发展，失业问题应该会逐步改善，相比较而言，新兴国家改善速度应该会由于发达国家。

六、全球货币政策两极化与汇率战争

（一）全球货币政策两极化

1、发达国家的量化宽松

由于贸易的发展不平衡和资源的分布不均导致金融危机后全球货币政策走向两极化。发达国家受到此次金融危机影响巨大，损失严重。而且发达国家经济体系发育完全，救助经济无从下手。因此只能依靠货币量化宽松的政策来调控。目前，从数据来看，发达国家经济增速缓慢，消费需求低下导致投资下滑，企业缺乏发展动力造成失业率居高不下。为刺激经济发展，发达国家以为过率先实施货币量化宽松的政策。

表 3：两次货币量化宽松政策

	第一轮量化宽松	第二轮量化宽松
美国	2008 年 11 月，美联储宣布购买 1000 亿美元政府担保企业 (GSE) 债券，及 5000 亿美元按揭抵押证券。尔后的 2009 年 3 月，美联储宣布购买高达 3000 亿美元长期国库券，及增加购买 GSE 债券和按揭抵押证券规模，分别至 2000 亿美元及 1.25 万亿美元。	2010 年 11 月 3 日，QE2 出炉。美联储公开市场委员会承诺将在 2011 年第二季度结束前购买 6000 亿美元债券，相当于每月购买 750 亿美元。美联储维持联邦基金利率在 0 至 0.25% 之间不变。
日本	日本 5 万亿日元的资产购买计划。	2010 年 11 月 11 日，购入 1500 亿日元（合约 180 亿美元）的政府债券，
英国	截至美国实施第二轮量化宽松政策，英国央行已经买进约 2000 亿英镑资产，其主要为政府公债。	2010 年 11 月 9 日，路透社调查报告显示英国央行将其基准利率维持在 0.5%，并维持 2000 亿英镑的资产购买规模。
欧洲央行	2009 年 8 月 4 日，欧央行宣布维持现有 1% 利率水平不变，隔夜贷款利率和隔夜存款利率则分别维持在 1.75% 和 0.25%，此外，欧央行继续维持 600 亿欧元资产收购计划不变。	美国重启量化宽松政策之后，欧洲央行货币政策操作的复杂性提高欧元、美元等主要货币之间的汇率波动水平也将扩大，这也将增加政策的不确定性。在这种条件下，预计欧元区退出策略的执行将被推处延。目前，欧洲央行已将其基准利率维持在 1%。
影响	从 2009 年 3 月美联储推出第一轮量化宽松开始，全球外汇市场、以新兴市场为代表的股、全球大宗商品市场都出现了大幅波动。亚、欧、美股指均纷纷上涨。新兴经济体纷纷以加息、提高再贴现率和存款准备金率来应对国际游资大量流入所带来的通货膨胀风险和流动性过剩风险。	美元贬值，世界范围内股票和大宗商品等高风险资产的价格上升。因印钞而导致的热钱过多，会鼓励投资者冒大风险去投机炒作，低息的环境会制造泡沫，或为将来新一轮金融危机埋下祸根；其导致的通胀预期难以准确操控；各国竞争性贬值会加剧，货币战争的风险加大。

数据来源：宏源证券研究所

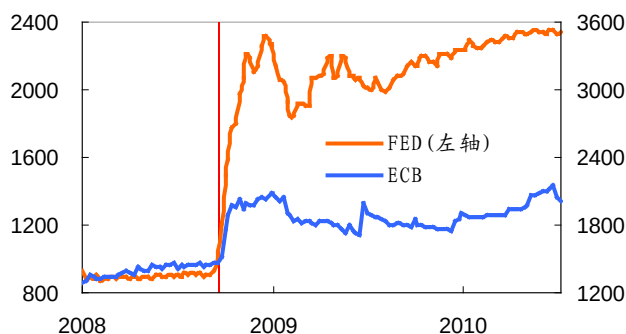
第一次量化宽松实施的时机恰到好处，正逢全球经济衰退之际。因此，全球起而效之，共同进入了以流动性推动经济发展的时期，并取得了良好的效果。从数据上看，自 2009 年中期，各国经济指标开始上行，第一轮的货币量化宽松是全球经济开始快速恢复性发展。但是由于各国经济结构、发展方式不同，进入 2010 年，发展速度有所分歧。发达国家面

临了二次衰退的危机，虽然这也影响了其他地区的经济发展，毕竟全球经济是联动的，但影响力度有限，并不能造成全球的二次衰退危机。发展中地区以及资源大国经济发展速度还是很可观的。这就引起了美国人心中不平衡，为了昔日世界霸主的地位，美国人要自己的经济快速的回复，因此就有了今年第三季度的第二轮货币量化宽松政策的实施。不只是美国，在美国的带动下，欧盟及日本等发达地区也不得不继续实施宽松的货币政策。

二次量化宽松会起到预期的效果吗？笔者认为，可能会起到一点作用吧，毕竟从实施方式上来看，第一次的量化宽松是一次性发出大量流动性，在那个经济衰退、生死存亡的时刻，这种方式是必要的，即可以使天量的流通性一次性冲击市场，推动经济发展，又可以很好的提振市场的信心（这一点是很重要的）。而第二次量化宽松采取了可持续性的方式，即美国政府可以每个月到市场上收购债券，形成可持续性的刺激，虽然量上有所下降，但目前美国经济要好于金融危机刚过之时，只是发展速度快慢的问题，因此不需要再次的天量流动性。但也仅只是一点点的效果而已。原因有以下几点：

1. 美国通过回购债券压低了短期债务的收益率，银行利率下滑，目的在于刺激消费，刺激企业贷款，扩大投资进而解决就业问题。这其中是有弊端的，先不说就业问题的解决是一个漫长的过程，单就消费与需求就不见得会有预想的好结果。美国现在的基准利率已经是历史最低水平了，消费、投资依然很低迷，在此次金融危机中，银行系统的信用收到了很大的打击，人们不再相信金融系统融资渠道，消费和投资自然变得谨慎。资金留在银行等于没有起到任何作用。
2. 退一步说，出于资金成本考虑，即使美国信贷上涨，又有多少可以留在美国本土去刺激消费与需求呢？量化宽松的政策会导致美元的贬值，大宗商品价格上涨。发展中地区与资源大国必然本币升值，资本价格上涨。那么大量美元将会出逃，流向这些地区进行高风险高收益的投资，仍然不会对美国本土经济起到太大的推动作用。
3. 更何况，持续不断的量化宽松政策使得美国政府负债累累，单单联邦国债就已突破 13 万亿美元！其预算赤字已攀升至 GDP 的 10%，如果减少财政赤字即意味着政府减少开支、减少大型基础项目及减少个人消费，如此一来失业率就将进一步上升。

图 67：欧美央行的资产规模（十亿欧元、十亿美元）

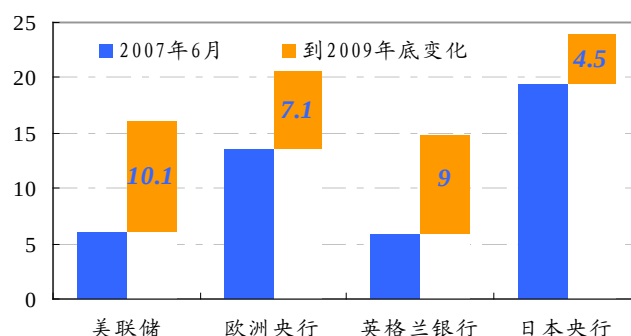


数据来源：WIND，竖线的时点是 2008 年 9 月 15 日雷曼兄弟破产，ECB 代表欧洲中央银行体系，包括其成员央行的资产

美国再想走老路，依靠发展公用设施（主要是军事力量）和金融系统继续长期称霸全球经济市场已经几乎是不可能的了。

首先，美国依靠二战取得的先进军事与科技力量支撑了美国前期的霸主地位，但现今社会科技飞速发展，其他国家又纷纷大力发展科技，造成美国在这方面不再独大，而美国

图 68：全球危机期间各央行资产负债表扩张情况（%）



数据来源：各中央银行网站，按央行总资产规模占当年 GDP 的比例计量，其中欧洲央行还包括其体系内的各成员国央行

国内，总统奥巴马将其主要精力放在了改善民生，推动医保改革等方面，间接放弃了发展军事力量等公用设施的方向。从另一个角度来看，美国目前的军事科技力量依然强大，但存在一个重大的问题，即使他们的军事科技民用化的过程很漫长，无法马上行成工业生产规模。因此，美国依靠军力长期称霸全球经济几乎是不可能了。

其次，在经历了此次金融危机后，美国的华尔街银行等金融系统遭到了毁灭性的打击。银行信用破产，投资者不再相信银行等金融系统的融资渠道，甚至认为其风险更高。因此，美国金融系统也不太可能回复昔日的辉煌。

自 1929 年-1932 年的全球经济大萧条后，美国依靠二战取得的先进技术和人才站上了世界的顶峰。然而，此次金融危机后，美国是否依然可以屹立不倒呢？走老路实行不通了，那么他们依靠什么继续发展呢？高科技生物技术、新能源和空间技术是美国目前选择的发展方向。但在发展这些先进技术方面，全球各国都站在同一起跑线上。首先，美国在这科技领域并不具备很明显的优势，甚至，欧洲的核工业技术已经超越美国。其次，经历了此次金融危机后，美国也丧失了其经济优势：美国现在远远不及中国“有钱”。而且，其金融系统融资渠道遭到了严重的破坏，政府负债累累，没有办法负担天价科研费用，也不具备资金优势。现在也不可能发动另一场世界性战争供其取得物资。因此美国已经丧失了先天的良好条件，还欠了一屁股的债，发展前景堪忧啊！但我们要承认，美国在基础研究上的实力还是无以比拟的，但其产业化过程漫长，看来太过完善的市场体系有时也是有弊端的。但是我们相信，美国基数大，底子厚，在相当长的一段时间内仍然会是第一强国。

政府不能强迫人们违背自身意愿地去消费或借贷。绝大多数时候，消费者的信心是建立在政治和经济稳定的基础上的。不幸的是，要实现这两种稳定，在美国看来并不容易，因为政府给公众留下的印象很软弱，否则现任政府不会输掉中期选举。其实，目前来看，美国的经济还是向好的，只是美国人缺乏耐心，不能等到伤口愈合之后再进行康复锻炼，无法接受其经济的缓慢恢复速度。这样看来，如果到明年 6 月，美国的第二轮量化宽松政策无法取得预期的效果，那么美国政府很可能将要实施第三次货币的量化宽松政策。现在来说，笔者认为其可能性至少有 50% 以上。

2、日、欧对待货币政策的态度

日本是美国的忠实追随者，不只是政治上的态度，在经济上，日本也对美国的依赖度也是很高的。最主要的是，日本是出口型国家，美国的量化宽松会导致美元贬值，而与美元汇率高度相关的日元势必被动升值，这对以出口为经济导向的日本是一场毁灭性的灾难。日本政府不得不紧急做出决定，追加刺激政策。

在美联储放出风声要进行第二轮量化宽松政策之时，日本银行即决定实施追加金融放松政策，通过新型公开市场操作，将市场注资规模由目前的 20 万亿日元提高到 30 万亿日元，但无担保隔夜拆借利率依然维持在 0.1% 不变。日本央行此举目的在于阻止日元继续升值、刺激疲软的经济恢复增长。但由于日本央行并没有实质性的同意通过直接干预市场方式阻止日元升值，因此这些措施还不足以消除日元兑美元升值的动力。在对待货币政策的态度上，日本会一直与美国保持高度的一致。

欧洲状况稍稍有所不同，首先，欧洲经济状况要好于日本，且欧洲经济的出口依赖度要低于日本，德国等出口大国虽然出口经济占国名经济的比重很大，但他们都是老牌工业国家，底子厚，基础好，前期发展也要优于日本。况且受到欧盟经济体的保护，其部分出口还是有保障的。欧洲目前急需解决的问题是其国家债务问题，因此欧盟各国纷纷出台各种政策，政府开源节流，降低赤字，活动搞得风风火火，如火如荼。

表 4: 欧洲各国相继推出削减财政赤字的计划

希腊	欧盟委员会批准希腊提出的在三年内将财政赤字削减至占国内生产总值 3%以下的方案。希腊将在 2010 年将财政赤字占国内生产总值的比例降低 4 个百分点至 8.7%，2011 降至 5.6%，2012 年降至 2.8%，2013 年降至 2%。
西班牙	西班牙政府宣布下调公务员的工资，并计划在未来两年内削减 150 亿欧元支出预算。
葡萄牙	葡萄牙政府批准了财政部提出的进一步紧缩开支和减少公共债务的方案，将 2010 年财政预算赤字从原来占国民生产总值 8.3%减少到 7.3%，2011 年降到 4.6%。为了紧缩开支，减少赤字，政府与主要反对党领导人交换了意见，决定在未来一年半内实施更为严厉的紧缩开支和提高税收的措施，具体内容是，将增值税从目前的 20%提高到 21%，生活必需品增值税从 5%上调到 6%，个人所得税按收入分别上调 1%和 1.5%，政府官员和公共部门管理者的收入减少 5%，年盈利超过 200 万欧元的企业提高 2.5%的税收。
德国	德国联合政府内阁表示支持总理默克尔提出的紧缩财政计划。根据这一计划，德国到 2014 年将史无前例地大规模削减 800 亿欧元财政赤字，削减幅度占 GDP 的 3%。内阁同意的削减财政计划还包括减少 300 亿欧元的福利开支。未来 4 年，德国政府将削减 15000 个工作职位，对核能征收高额税，估计将带来 100 亿欧元的进账。政府还准备征收从德国机场起飞乘客的环境费。在今后数年，还将计划改革军队，精兵简政。最引人注意的削减开支项目，大概要数推迟重建位于柏林市中心的巴洛克式柏林城市宫殿了。
英国	英国新政府宣布从 2010 年度到 2014-2015 财政年度，英国政府每年将削减政府开支 320 亿英镑(1 英镑约合 1.48 美元)。宣布将增值税 (VAT) 上调 2.5 个百分点，即从明年开始此项税率将从目前的 17.5%提高到 20%。新政府将争取在 2015-2016 财年实现结构性财政平衡并出现财政盈余。削减财政赤字目标的 80%将通过财政紧缩措施来实现，另外的 20%依靠增加税收来完成。
爱尔兰	爱尔兰政府公布了未来四年内削减150亿欧元削减开支并提海外市场点评 请务必阅读正文之后的免责条款部分 第 3 页 共 7 页 高税率的计划，希望藉此将其2011年财政预算赤字削减到GDP的9.1%。为了在4年期间节减150亿欧元(约200亿美金)的政府开支，爱尔兰将裁减2.47万公共部门工作机会，减少社会福利获得另外的28亿欧元，并通过个人所得税集资另外的10亿欧元。除此之外，最低工资标准将减少至每小时7.65欧元，而增值税(VAT)则可能在2013年从21%提升到22%，继而在2014年提升到24%。
葡萄牙	葡萄牙政府宣布，国会已经批准了2011年度预算案。在早先公布的紧缩措施基础上通过的预算案将削减约30亿欧元(40亿美元)的政府开支，同时将通过增税给政府增加约15亿欧元的收入。葡萄牙政府的目标是，至2014年时将财政赤字/GDP比率从去年的9.3%降至3%以下。

数据来源：宏源证券研究所

因此，在对待货币政策的态度上，欧洲并没有很积极的实施量化宽松。但是在美国、日本相继放出流动性的同时，欧洲国家也不可能收紧货币，因此他们采取了一种保守的态度，即什么都不做，维持目前利率水平，保持目前的流动性。这美日继续放量的同时，这事实上是货币政策由宽松到平稳的一个过渡，意味着欧盟对待货币政策的态度趋向于内敛。美国和欧洲未来两三年内都要为解决各自的问而努力。在这段时间内，这些地区的经济增长速度相对较低，大约 1%-2%。

3、新兴国家对待货币政策的態度

对美国来说，主要是恢复信心。美国政府依然在大力减债。欧盟面对的是财政问，成员国不得不大幅降低财政赤字。政府为了低赤字而削减劳动力，因此欧盟的恢复前景令人担忧。中国的情况完全不同。我们担心的是房地产泡沫、资本扩张和过高的房价，因此，在 2010 年，我们选择了启用加息这一货币政策调控，目的在于抑制过高的通货膨胀。虽然此次加息幅度小，但以表明了我国货币政策有宽松转向稳健的态度。既然加息通道已经

打开，而且预计明年通货膨胀依然高企的情况下，预计明年我国仍然会有加息的动作。

印度经济复苏较快，2009 年印度经济增长率最高曾达到 7.9%。2010 年第一季度印度经济增长 8.6%，为 2004 年以来的最高水平，同时，工业生产保持两位数的增长，出口连续 7 个月保持增长。最近印度政府多次表示，在未来 4 年内，印度将争取成为世界上经济增长最快的国家。目前印度经济面对的最大挑战是不断恶化的通货膨胀形势。由于食品价格大幅上涨并向其他领域蔓延，2010 年 3 月，印度批发物价指数同比上升了 9.9%，大大超过印度中央银行的通货膨胀目标。印度政府也与此后开始加息，并于一年内 6 次加息，幅度达到了 1.5%。2010 年印度中央银行将降低通货膨胀、抑制通胀预期作为首要任务。就目前数据来看，印度的通货膨胀已经明显下行，但在印度经济飞速发展的情况下，不排除明年通胀上升的情况，因此预计印度的货币政策 2011 年继续从紧。

澳大利亚和巴西同属于资源大国，在全球货币宽松，美元不断贬值的影响之下，大宗商品价格不断上涨，进而推动了这两个国家矿业的飞速发展。然而，同时也为这两个国家带来了大量的泡沫，CPI 被动推高。因此，这两个国家早已开始了货币收紧的政策。然而，在美国继续放量的情况下，美元很可能继续走软，或是维持弱势。因此大宗商品价格短时间内依然会维持高位，相对的，矿产价格不会过度回调，澳大利亚和巴西依然要面临资产升值，泡沫来袭的困境。因此，预计 2011 年，澳大利亚和巴西也会继续实施货币收紧的政策。

表 5：部分新兴国家加息时间表

中国		印度		澳大利亚		巴西	
时间	加息幅度	时间	加息幅度	时间	加息幅度	时间	加息幅度
2010-10-19	0.25%	2010-3-23	0.25%	2009-10-6	0.25%	2010-4-28	0.75%
		2010-4-20	0.25%	2009-11-3	0.25%	2010-6-9	0.75%
		2010-7-2	0.25%	2009-12-1	0.25%	2010-7-21	0.50%
		2010-7-27	0.25%	2010-3-2	0.25%		
		2010-9-17	0.25%	2010-4-6	0.25%		
		2010-11-2	0.25%	2010-5-5	0.25%		
				2010-11-2	0.25%		
总计幅度	0.25%		1.50%		1.75%		2%
目前利率	2.50%		6.25%		4.75%		10.75%

数据来源：Wind、宏源证券研究所

要抵御西方经济体新一轮量化宽松政策带来的威胁，新兴经济体的最佳选择是实施资本管制，加息未必是最有效的“药方”。面对西方的新一轮量化宽松政策，新兴经济体不得不采取“量化紧缩”，而达到这一目的的最佳途径就是资本管制，这也是 IMF 的建议。除此之外，不管是加息、本币升值还是信贷控制，都可能带来严重的副作用。如果调整利率，将不可避免带来资本的快速流入或流出，而且可能给本币带来巨大升值压力，而调整汇率则会直接引发更多资本流入。热钱的流入又会进一步推动本国资本升值，造成更大的泡沫，形成恶性的循环，直至泡沫破裂。

目前，全球已经进入了货币政策两极化的尴尬局面。虽然，此次金融危机后，欧、美、日的经济地位遭到了动摇，但是瘦死的骆驼比马大，在老牌发达国家拼命释放流动性的情况下，预计 2010 年全球流动性依然会保持一个宽松的态势。

（二）全球货币流动方向以及货币战争

表 6: 发达国家与新兴国家数据对比

		货币量化宽松地区				加息地区			数据日期
		美国	欧盟	日本	英国	中国	印度	澳大利 亚	巴西
GDPG		3.00%	1.90%	2.40%	1.70%	10.30%	8.80%	3.30%	15.62%
PPI 同比增长		4.00%	4.24%	-0.10 %	4.20%	4.23%		2.20%	
CPI 同比增长		1.10%	1.80%	-0.60 %	3.00%	3.60%	9.82%	2.80%	4.70%
PMI	制造业	56.9	54.6	47.2	54.9	54.7	57.2	49.4	49.5
	服务业	54.3	53.2	47.2	53.2	60.5	56.2	50.7	51.8
工业生产指数		93.19	98.14 (8 月)	92.5	89.4(8 月)	13.3% (增加 值)	309.1	100.6	167.28
经济先行指标 (LEI)		110.1	112.8	101.8	103.2	149.9	99.54(OE CD)	120.4	100.23(OE CD)
人口增涨率		0.90%	0.46%	-0.10 %	0.70%	0.50%	1.30%	1.70%	1%
失业率		9.6	10.1	5	7.7% (8 月)	4.1		5.2	6.2
与美元汇率		1	0.7184	81.26	0.6196	6.6692	44.29	0.9849	1.698
基准利率		0-0.25 %	1%	0.10%	0.50%	2.50%	6.25%	4.75%	10.75%

数据来源: Bloomberg、Reuters、Wind、XQ、Eurostat、World Bank、宏源证券研究所

俗话说人往高处走，水往低处流，而钱也总是向可以生更多钱的地方靠近。从目前双方的数据不难看出，资金势必会从实施量化宽松的发达国家流向经济发展迅速而稳定的新兴国家。同时，这样的资金流行更加推高了新兴经济地区的资本价格，吸引了更多的风险资本流入。导致这些地区本币升值，物价上涨，资本价格飙升，通货膨胀日益严重。为抑制这种情况恶化下去，新兴国家拉开了与发达国家的货币战争。

发达国家不佳的经济现状，令投资者不再青睐这些地区的资产，转而将资金投入包括亚洲在内的高收益市场，导致该地区本币迅速升值。发展中地区资本升值吸引大量“热钱”流入，冲击本国经济。无论是在依赖出口的泰国和日本，还是增长迅猛的巴西和印度等，政府都开始行动起来抑制本币升值。

表 7: 为应对货币战争，部分新兴国家及地区实施的措施

韩国	为了遏制跨境资本的涌入和汇率的大幅波动，韩国最快可能在明年 1 月恢复对外资征收 14% 的债券投资税，此举被认为是韩国在应对热钱方面迈出的一大步。
泰国	泰国宣布针对外国人投资国内债券收取 15% 税收，以限制资金流入。
中国台湾	中国台湾宣布，恢复对海外投资人投资岛内证券的限制，规定海外投资人买入岛内债券的总金额不得超过其汇入资金的 30%。
巴西	巴西一个月内两次上调对外资投资固定收益证券的税率。

数据来源: 宏源证券研究所

并不存在故意为之的货币战争。但不幸的是，目前的形势正在朝这个方向发展。美联储的首要目标是放松货币条件，降低长期利率，刺激投资，加速去杠杆化过程。利率越低，他们便会越快摆脱债务。因此，美联储将坚定不移的继续实施货币的量化宽松政策，不大可能受到外界环境的制约。因为美国不会为了别国利益而放弃自己国家的利益，我们相信任何一个国家都是如此。因此货币战争是不可避免的。

七、美元与大宗商品

1、美元走势

图 69：美元指数走势图

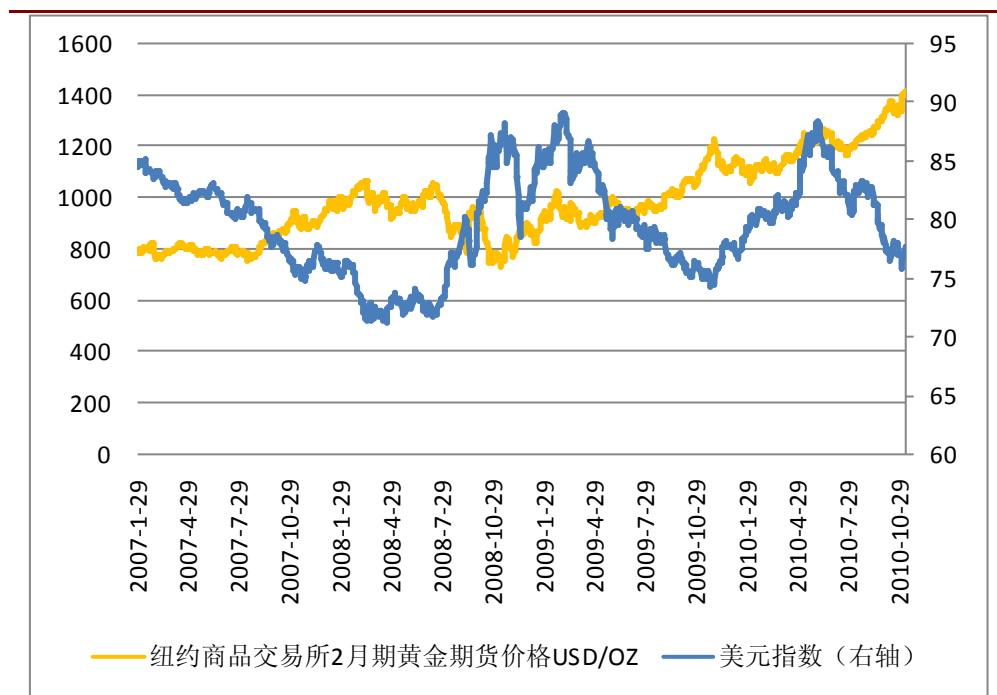


资料来源：Wind、宏源证券

金融危机爆发以来，在避险资金选择美元资产导致的美元第一波逆势上涨结束后，长期的宽松货币政策压力是美元指数从 89.6 下跌到 74.4 的历史低点，第一次接近 1.5 万亿美元的量化宽松规模，在全球流动性泛滥的情况下，让美元贬值了 17%。其后因占指数 57% 权重的欧元陷入了主权债务危机的困境而使美元有所反弹。此次美国二次货币量化宽松规模 6000 亿，当然与第一次无法比拟，但也给予了美元汇率一定的压力，预计美元将在一定的时间内维持弱势，至少在美国联储继续实施量化宽松的同时，美元都会维持相对弱势。但是，迫于其他国家的压力，美元的下跌空间也很有限。因此，我们倾向于美元将会在一段时间内维持弱势震荡的局面。当然，我们不排除又有类似欧债危机的事件，使得美元被被动推高。

2、黄金走势

图 70：黄金与美元



资料来源: Bloomberg, Wind, 宏源证券

分析美元与黄金的走势关系我们不难发现美元与黄金在大部分的时间里是呈现反向走势的,但也存在例外。在经济极其不好,市场预期普遍悲观的情况下,避险情绪占主导地位时,美元与黄金会同时上行。

2007年中,美国爆发次贷危机,经济的下滑导致美元的走软。而美元的走软是投资者把目标转向了黄金,因而黄金在同一时期走高。到2008年中,全球金融危机爆发,世界经济普遍大幅度下滑,在这种情况下,美国经济相对优于别国,因为美国最先走入危机,也最先开始进行经济刺激政策。这时投资者把目标转向美元进行避险,因而黄金投资下降致使黄金价格的下滑。然而,在2008年末,全球经济经历了它最困难的时期,市场预期普遍悲观,这时黄金的避险性质起到了主导作用,黄金价格开始同步与美元走高。

2009年开始,各国政府积极加入救市行动,全球首次尝试大规模的货币定量宽松政策。美元首当其冲,大量货币泛滥给经济的恢复与发展提供了基础,但是同时美元指数开始下行导致黄金价格在震荡中出现回升迹象。2009年底,欧洲主权债务危机爆发,在欧元兑美元汇率急剧下降的情况下,美元被动推高。同时全球市场再次陷入悲观预期,各国担心欧洲债务危机会否发展成为又一次的全球性危机。黄金的避险性质再次发挥其主导作用。进入2010年以来,黄金与美元一直维持同步上升的整体趋势。

2010年5月至8月,欧元区通过了与IMF联手救助欧洲债务危机的7500亿欧元的援助计划,并且各方为了防止欧债的扩张都在积极努力,终于,欧债危机的以缓解。在这种情况下,美元与黄金应该恢复反向相关关系的常态。然而紧随其后的经济数据显示全球经济发展可能陷入二次衰退,美联储决定再启货币定量宽松政策。这一举动使得投资者严重化了目前美国经济的发展状况,避险情绪高涨推动美元与黄金同时上涨。其后,在各国积极的政策干预下,经济减缓的趋势有所缓解,更主要的是宽松的货币政策使得投资者信心得以提振。美元黄金又开始背道而驰。那么,明年的黄金走势又将如何呢?让我们从黄金的三种属性来分析:

1.) 黄金的金融属性

在货币非黄金化的发展过程中，黄金的金融属性日渐重要，它已经成为投资者的重要投资品种。作为以美元计价的国际大宗商品期货投资品种，美元的汇率与黄金的价格紧密联系。我们前边已经说到了，美国会坚定不移的继续实施货币的量化宽松政策，也就是说为了刺激美国的经济的发展，美国会刻意使美元保持在一个相对弱势的低位，这就给黄金的升值提供了良好的基础。

2.) 黄金的避险属性

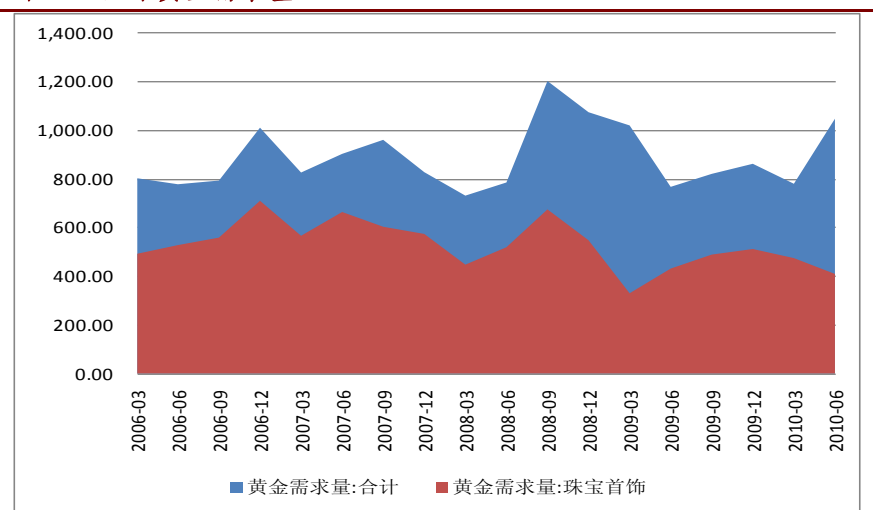
除了可能再次爆发的欧债危机，以及美国经济二次衰退的威胁，明年还有险可避吗？答案是：有的。

排除不确定性因素，在明年全球货币流动性宽裕的情况下，通货膨胀是不可避免的问题，货币拿在手里，即使什么都不做也有可能日日贬值。因此投资者会购入黄金等“硬通货”来规避通货膨胀的风险。从这个角度上来看，黄金也还是具有升值潜力的。

3.) 黄金的商品属性

作为商品，黄金不仅可以加工成是作为装饰的珠宝首饰，由于黄金具有许多独一无二的完美特性，在工业生产中黄金的应用也越来越广泛。

图 71：全球黄金需求量



资料来源：Wind、宏源证券

数据显示，目前，黄金在全球作为珠宝首饰的需求正在减少，而黄金的总需求量却在日益增加，说明黄金在工业生产中的需求正在不断扩大。在目前各国 GDP 恢复的增长，PMI 指数企稳回升，新兴国家消费与信心指数提振，以及工业生产需求的扩大的情况下明年黄金在需求量依然会增加，因此金价的上升也是必然的。

从黄金的三种属性来分析，2011 年黄金持续上涨的可能性还是很高的。

3、美元与大宗商品的走势

图 72：美元与大宗商品走势

资料来源: Wind、宏源证券

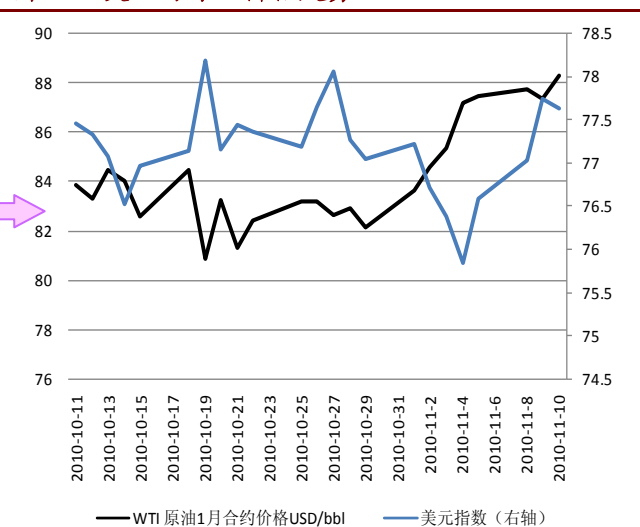
图 73: 美元与原油价格走势 1



资料来源: Wind、宏源证券

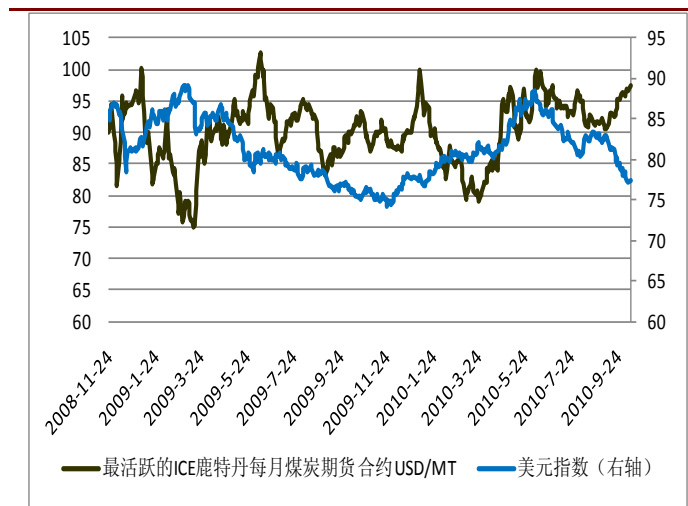
图 75: 美元与煤炭价格走势

图 74: 美元与原油价格走势 2



资料来源: Bloomberg、Wind、宏源证券

图 76: 美元与铜价格走势



资料来源: Bloomberg、Wind、宏源证券



资料来源: Bloomberg、Wind、宏源证券

与黄金一样,煤炭、原油等大宗商品与美元在大部分时间里也保持着反向走势的关系。但是,我们要注意到大宗商品同时具有其商品属性,与经济形势紧密相关,与工业生产需求紧密挂钩。

2008 年中期全球金融危机爆发,随着经济的不断下滑,工业生产不断萎缩导致大宗商品开始走熊。从 2009 年各国开始救市开始,经济步上快速恢复并发展的道路,经济的向好表现在工业生产的不断恢复,而工业生产的快速上涨刺激了原材料市场需求的扩大,因而大宗商品逐渐走出熊市。进入 2010 年上半年,大宗商品的行情受到欧洲主权债务危机的抑制而时而出现下跌,各国普遍存在失业率居高不下的问题,高失业率会严重影响经济的发展。高失业率意味着很多人将失去他们的收入,因而长期下来会表现为消费的疲软,这将直接影响到市场需求。市场需求下降意味着工业生产得不到及时的消化,因此导致生产下降,原材料需求下滑,直接影响到大宗商品的走势。紧随其后,出于对经济二次衰退的担忧,三、四季度各发达国家纷纷再起定量宽松的经济刺激政策,美元大幅走低为大宗商品的上扬带来了空间。

具体分析 2011 年的情况,目前 PMI 指数的企稳回升,消费与信心指数的均有提振迹象,以及工业生产需求的扩大都说明就需求而言,原材料、能源的需求在不断的上涨。就周期性而言,冬季来临,正是煤炭销售旺季,据调查,今年很可能是一个寒冬,煤炭需求量较往年所增加,为煤炭价格的上涨提供了良好的条件。就通货膨胀而言,目前新兴国家面临者严重通胀问题,而在持续的货币量化宽松下,发达国家势必也将迎来通胀的上升。因此,2010 年四季度至 2011 年一季度初,煤炭市场预计走俏。然而煤炭的需求是有周期性的,从一季度下半至二季度初,煤炭的需求量总会下降,这可能与季节更替有关。然而全球主要的煤炭消耗主要在工业用煤,在 6、7、8 月,煤炭的价格又重新升至高位,这可能与这三个月里工厂普遍开工率大涨有关。因此,预计在 2011 年工业需求上涨的情况下,煤炭的需求量也会增加,价格有上涨的动力,但要注意与周期性相配合。

原油市场明年值得看好,即使不考虑美元弱势带给原油价格上涨的条件,单就需求而言,明年需求上涨也将推动原油价格上涨。欧佩克上调 2011 年全球原油需求预期,原因是预计美国和德国等老牌工业发达国家明年工业消费量将有所复苏。欧佩克预计 2011 年的全球原油日均需求将增加 120 万桶,至 8695 万桶。该组织表示:石油化工和交通运输行业将在 2011 年的全球原油需求增长占据主导地位。北美洲、欧洲和太平洋地区都已经显示出强劲的原油消费需求。自 2009 年第三季度以来,全球原油需求一直都处于上升趋势。

势中，其中需求增长速度最快的是巴西等经济合作与发展组织(OECD)成员国以外的发展中经济体。而预计，2011 年原油的主要需求国回事中国、巴西等新兴国家。原因是这些国家经济发展更快。作为非可再生能源的原油，情况是我们不得不面对石油终将耗尽，而且是在我们不可想象的短时间内，但目前可代替的清洁能源研发壁垒重重，导致油价一涨再涨。处于需求的复苏和总量的有限，我们看好长期的原油价格走势。

另外，预计在 2010 年-2012 年间，太阳黑子活动进入极值，2012 年的强太阳风暴将给地球人类带来巨大的灾难，它的影响力将渗透到现代社会的每一个方面。当然，农业生产首当其冲。因此在这几年间，自然灾害可能比较频繁，粮食产量受到影响，因此粮价很可能持续攀升。从今年粮价大幅攀升早已初窥端倪，2010 年的自然灾害导致全球粮食减产，粮价飙升，造成大宗商品粮食指数。2011 年，在自然灾害可能依然频发的前提下，粮食价格依旧具备上涨的条件。

在众多大宗商品的种类中，近期有色金属表现异常突出，几近让市场陷入疯狂。这其中当然有资金炒作的原因，但我们认为还是和全球需求回暖有关。2011 年，新兴经济体经济发展将会更为蓬勃，并且我们希望流动性充裕也可以推动发达地区的经济发展。经济的不断发展将引来消费需求的上涨，那么工业生产的上游产品原材料的需求势必上涨。因此有色的强势很可能持续下去。但值得注意的是，目前大众商品中有色板块的涨幅已经过高，不排除短期内可能会有回调动作。

整体而言，2011 年我们认为大宗商品依然将会成为众目的焦点。在美元持续弱势，全球消费需求回升的过程中，大宗商品价格势必再次攀升，当然，任何金融投资品种都不可能持续不断的上涨，有所回调是必然的，但总体趋势还是上升的。

八、从财报看股市合理估值及运行区间

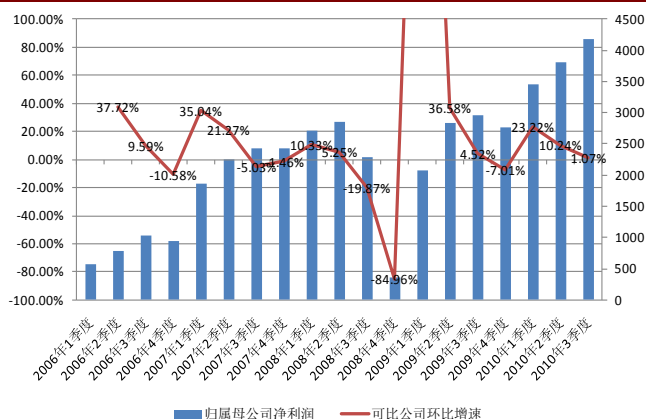
(一) 10 年三季度 A 股业绩增速分析

10 年三季度全部 A 股上市公司归属母公司净利润同比增长 38%，继续保持较高增速增长速度；三季度业绩环比增长 1.07%，中报环比增长 10.24%，环比增长速度连续两季度下滑；由于去年同期基数原因，三季度单季业绩同比增长 29%，中报单季度同比增长 32%，业绩单季度同比增长继续下滑。

三季度利润继续维持高增长得益于营业收入的大幅提高，但同时毛利略有下降。分行业看，银行、煤炭、石油开采三大权重行业继续保持稳定增长，业绩增速分别在 32%，30% 和 23% 左右。同时钢铁、航空、有色板块业绩得到恢复，相比 09 年金融危机后的业绩低期，因此同比业绩大幅上升，增长率均在翻番以上。在扩张性的政策下，周期性行业的恢复和银行、能源类行业的稳定表现是导致 10 年前三季度业绩保持高增长的主要动因。

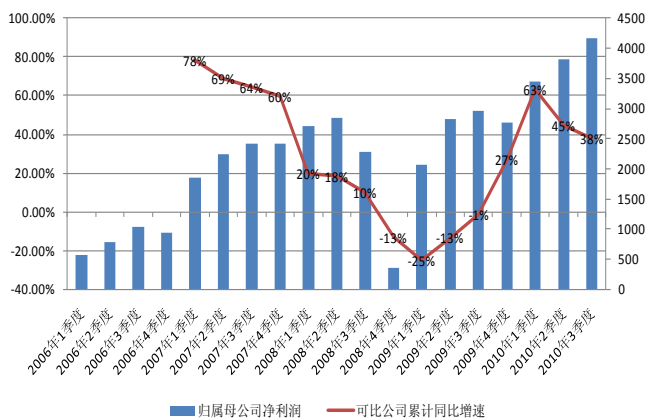
图 77: 全部 A 股环比利润增长

图 78: 全部 A 股单季同比利润增长



资料来源: Wind, 宏源证券

图 79: 全部 A 股累计同比利润增长

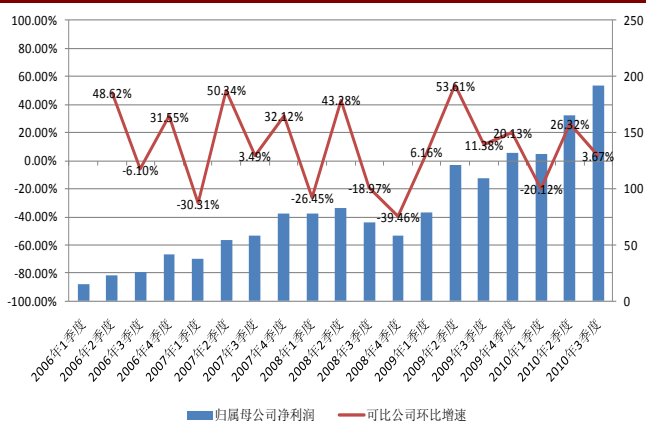


资料来源: Wind, 宏源证券

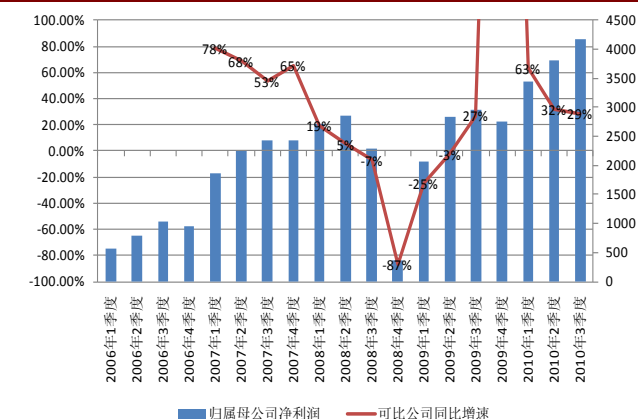
三季度中小企板上市公司归属母公司净利润同比增长 37.31%，与全部 A 股的净利润同比增长基本持平；三季度环比增长 3.69%，环比增速略有下降；三季度单季同比增长 27.16%，中报单季度同比增长 35%，单季度业绩继续下降，主要与去年同比业绩前低后高有关。

三季度创业板归属母公司净利润同比增长 29%，比二季度净利润同比增长 26%略有提高，但仍低于全部 A 股的整体利润增速，考虑到创业板公司募投项目陆续达产贡献利润，且今年业绩基数较低，明年创业板公司业绩有望迎来高增长。

图 80: 中小板环比利润增长

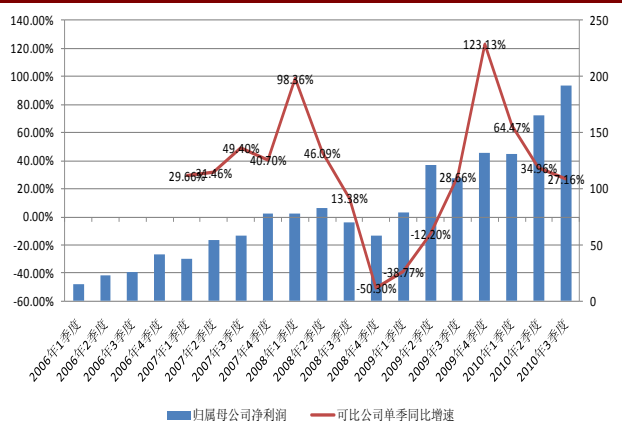


请务必阅读正文之后的免责条款部分



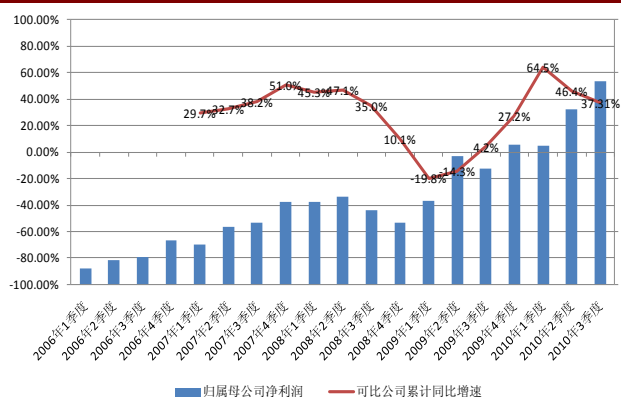
资料来源: Wind, 宏源证券

图 81: 中小板单季同比利润增长



资料来源: Wind, 宏源证券

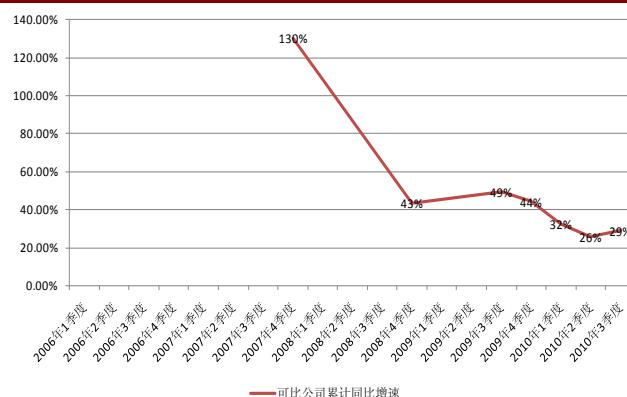
图 81: 中小板累计同比利润增长



资料来源: Wind, 宏源证券

资料来源: Wind, 宏源证券

图 82: 创业板累计同比利润增长



资料来源: Wind, 宏源证券

(二) 11 年全部 A 股业绩增长在 20% 左右

考虑前三季度已经公布的数据, 以及部分公司已经公告的 10 年全年的业绩预告, 10 年全部 A 股上市公司业绩同比增长有望达到 30% 左右。上证综指成分股业绩同比增长有望达到 28% 左右。

表 1: 2010 和 2011 年一致性盈利预测

板块	净利润[报告期] 2009 年度[报表类型] 合并报表 [单位] 亿元	预测净利润平均值 [年度] 2010 [截至日期] 最新 [单位] 亿元	预测净利润增长率 2010	预测净利润平均值 [年度] 2011 [截至日期] 最新 [单位] 亿元	预测净利润增长率 2011
全部 A 股	12485.10	16203.40	29.78%	19852.30	22.52%
沪深 300	10783.80	13821.53	28.17%	16717.89	20.96%
上证综指	9673.53	12280.90	26.95%	14826.67	20.73%
中小板	583.61	791.86	35.68%	1082.43	36.70%
创业板	79.76	110.90	39.04%	160.82	45.02%

数据来源: Wind, 宏源证券研究所

根据 Wind 利润增长一致性预测数据, 11 年全部 A 股利润增长为 22%, 上证综指成分股利润增长为 20%, 中小板成分股利润增长为 36%, 创业板成份股利润增长 45%。同时考虑宏观经济层面上:

(1) 从宏观经济景气指数上看, 预警、先行、一致指数均处于下行通道, 同时滞后指标开始走平, 预计明年宏观经济仍将下行, 但降幅将趋缓。宏源宏观分析师的预测, 11 年 GDP 增速将下滑, 但仍将维持在 9%-9.5% 左右的相对高位。

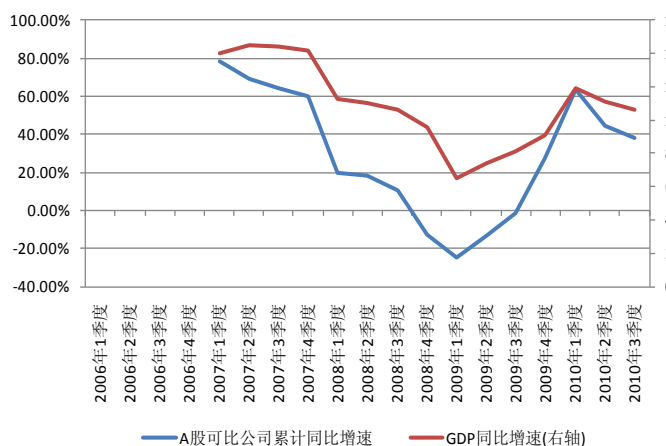
(2) 随着通胀压力的不断加大, 明年货币政策将从扩张性政策转变为稳健性政策, 甚至略微从紧的政策。从目前的 CPI 数据上看, 至少明年上半年前宏观经济仍将深受通胀压力的困扰。温和的通胀虽然有提高产品利润, 但应对通胀而采取的收缩性政策也将抑制投资扩张。

(3) 11 年是十二五开局之年, 也是促进经济结构调整的关键之年, 预计从政策层面

对于符合经济转型的产业将加大扶持力度，例如减税、增加补贴等，因此有利于新兴产业和消费类公司利润的增长。

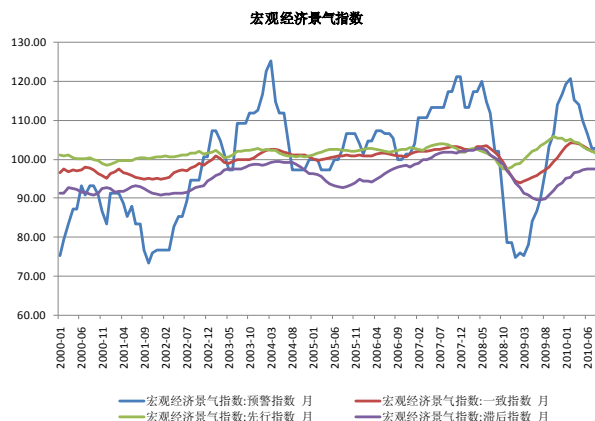
综合以上因素，预计 11 年 A 股上市公司的业绩增长将降低，低于 09 和 11 年扩张性政策下的业绩增长，但仍有望维持在 20% 左右，在通胀形势恶化的情况下，业绩或将下调至 10-15%，乐观情形下，业绩增长有望提高至 25% 左右。

图 83: 上市公司利润增长与 GDP 增长对比



资料来源: Wind, 宏源证券

图 84: 宏观经济景气指数



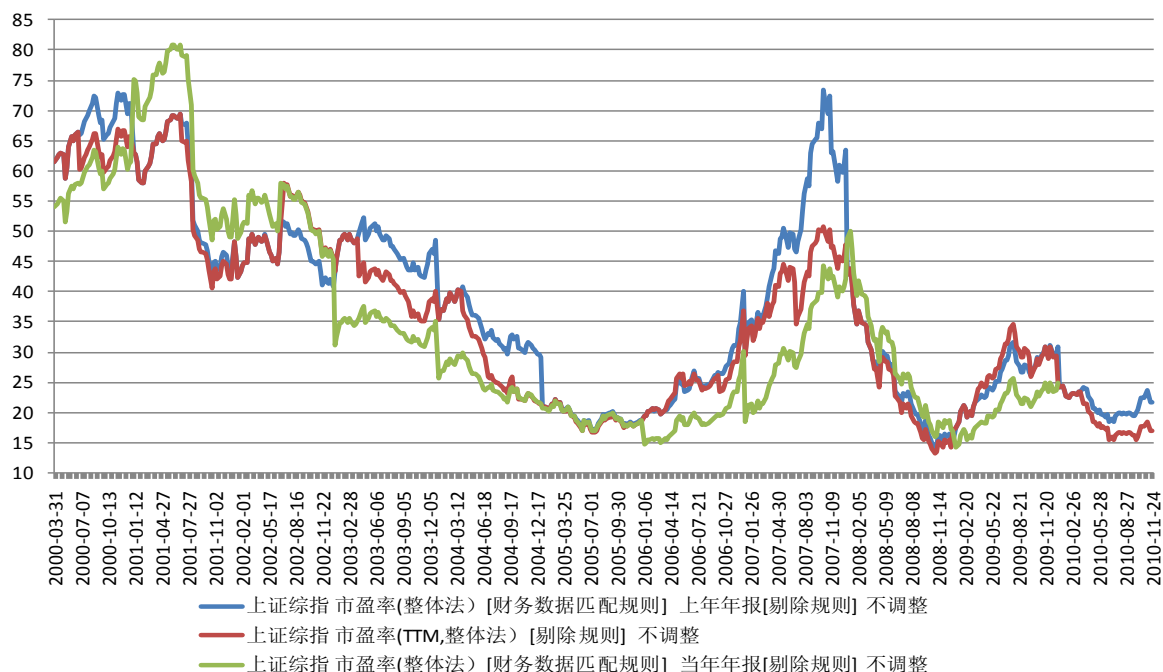
资料来源: Wind, 宏源证券

(三) 从历史看 11 年 A 股估值区间

从历史上看，近 5 年上证指数的 TTM 估值区间在 14~50 倍之间，估值中枢在 30 倍左右。估值低点分别出现在 05 年 7 月份和 08 年 10 月份，估值分别为 17 倍和 14 倍。随着国内市场全流通时代的到来以及未来国际板的推出，A 股市场估值将向国际市场靠拢，因此估值中枢也将下调。从历史上看，估值下调到 14 倍以下是小概率事件。

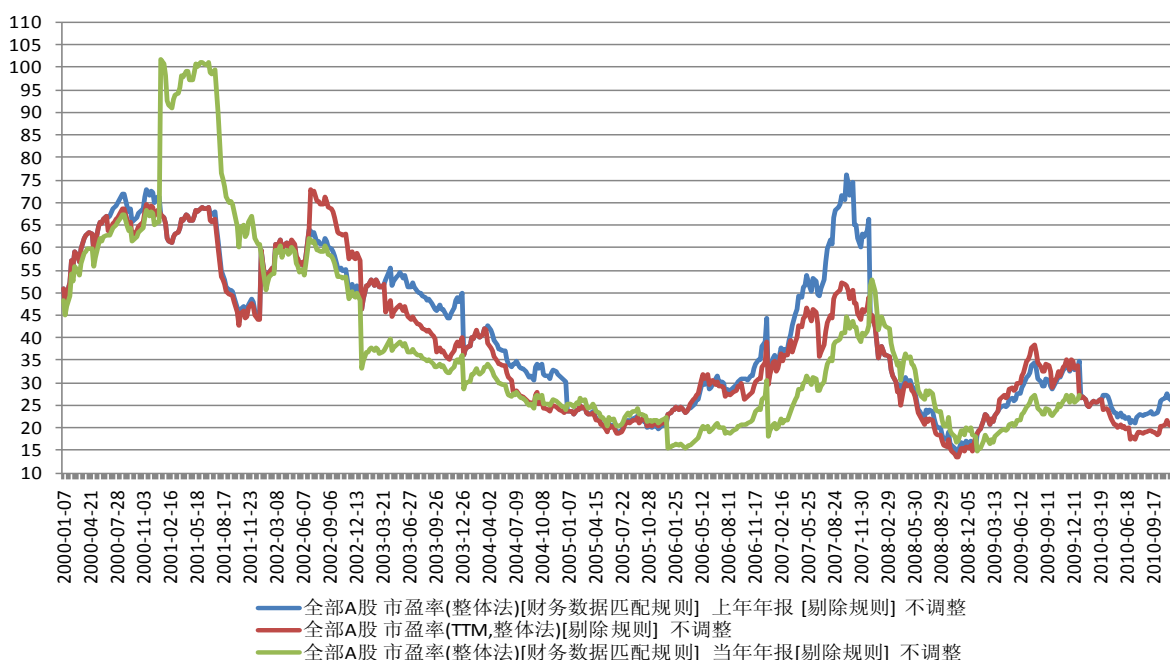
股市周期与流动性周期具有明显的相关性，考虑到明年通货膨胀压力依然较大，国内货币政策倾向稳健，控制通胀是央行未来半年内最主要的考量，因此 A 股的估值区间将处于历史估值区间的下沿，预计 11 年估值区间在 14-20 倍 PE 内，考虑到 11 年货币政策偏向稳健，因此 11 年估值上限超过 10 年可能性较低，综合考虑，11 年指数估值主要波动区间在 14-18 倍 PE 之间。

图 85: 上证指数历史波动走势



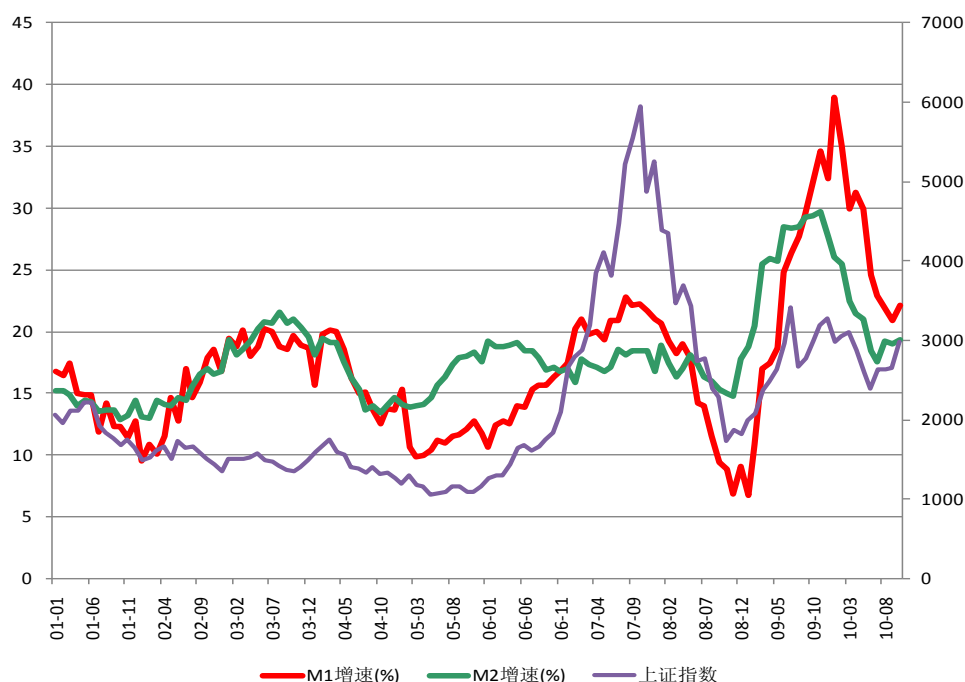
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 86: A 股估值历史波动走势



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 87: M1、M2 增速与上证综指呈现正相关



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

(四) 11 年 A 股市场合理运行区间在 2700-3800 之间

回顾 10 年上证指数的走势, 在 09 年年报披露完毕之后, 我们在策略半年报《宏源证券 * 2010 下半年投资策略 * 转型阵痛期的新兴之路》中指出: 按照估值和净利润估算, 我们将 10 年上证综指下半年波动区间修正至 2300 ~ 3100 点之间, 与上证指数下半年的走势 2319-3186 点之间的波动区间基本吻合。

表 9: 2010 年上证指数波动区间表

2009-12-31 日 3277 点 对应 PE (当年年报) 24.85X							
预计业绩增长	对应动态 PE						
	15X	16X	17X	18X	19X	20X	23X
15%	2276	2427	2579	2729	2881	3034	3489
20%	2373	2531	2689	2848	3006	3164	3639
25%	2472	2637	2802	2967	3132	3296	3791
30%	2572	2742	2914	3085	3257	3428	3943

数据来源: 宏源证券研究所

按照本节第 2、3 部分的分析, 在业绩上, 预计 11 年 A 股上市公司的业绩增长在 20% 左右; 悲观情形下, 业绩或将下调至 10-15%; 乐观情形下, 业绩增长有望提高至 25% 左右。在估值上, 预计 11 年指数估值主要波动区间在 14-18 倍 PE 之间。

按照以上估值和净利润估算, 预计 11 年上证综指波动区间为 2700 ~ 3800 点之间, 分别对应 14 倍 PE、15% 业绩增长和 18 倍 PE、25% 业绩增长。考虑到明年可能将出现流动性阶段性紧缩和阶段性充裕的情况, 波动低位极限值在 2600 点, 高位极限值在 4000-4200 点之间。

表 10: 2011 年上证指数波动区间表

2009-12-31 日 3277 点 对应 PE (09 年报) 24.85X, 预计 2010 年业绩增长 28%, 对应 PE (10 年年报) 19.41X							
预计 11 年业绩增长	对应动态 PE						
	14X	15X	16X	17X	18X	19X	20X
10%	2600	2786	2971	3157	3343	3529	3714
15%	2718	2912	3106	3301	3495	3689	3883
20%	2836	3039	3242	3444	3647	3849	4052
25%	2955	3166	3377	3588	3799	4010	4221

数据来源: 宏源证券研究所

九、从财报看行业配置

结合财务报表和对 11 年各行业基本面的评价, 解析 11 年的 8 优势行业。我们认为成长性作为考察一个行业是否“优势”关键指标, 成长性决定其资本市场长期表现最重要的因素。

分行业 (申万二级行业) 考察上市公司业绩三季报, 为体现行业业绩增长的质量, 以净资产收益率为核心财务指标, 辅以业绩同比增长考察各行业之间的表现。

景气创新高型的主要行业有: 航空运输 II、白色家电、汽车零部件 II、汽车整车、饮料制造、医药商业 II、铁路运输 II、食品加工、零售、中药 II、水务 II、半导体、普通机械、通信设备、元件 II、传媒、仪器仪表 II、园区开发 II、旅游综合 II、化学纤维、纺织、视听器材。

净资产收益率居前 (大于 10%) 的主要行业有: 航空运输 II、白色家电、汽车零部件 II、汽车整车、饮料制造、银行 II、其他采掘 II、医药商业 II、煤炭开采 II、专用设备、铁路运输 II、石油化工、生物制品 II、化学制药、金属制品 II、石油开采 II、保险 II、电气设备、食品加工、零售、中药 II、化工新材料 II、半导体。

预测 11 年业绩增长 50% 以上的主要行业依次为: 显示器件 II、化学纤维、医疗服务 II、橡胶、通信运营 II、化学原料、仪器仪表 II、塑料 II、农产品加工、半导体、金属新材料 II、餐饮 II、化学制品。

11 年动态市盈率处于低端 (动态市盈率在 25 倍以下) 的主要行业有: 银行 II、石油化工、铁路运输 II、汽车整车、钢铁、造纸 II、房地产开发 II、高速公路、石油开采 II、煤炭开采 II、航空运输 II、建筑装饰、保险 II、机场 II、白色家电、港口 II、电力、化学纤维、汽车零部件 II、建筑材料、专用设备、化学原料、橡胶、贸易 II、航运 II、金属制品 II、视听器材、证券 II、显示器件 II。

综合各行业净资产收益率和业绩增长率两项指标及行业基本面评价, 11 年建议超配: 化学纤维、医疗服务 II、仪器仪表 II、普通机械、半导体、金属新材料 II、水务 II、食品制造、旅游综合 II、计算机设备 II、中药 II、零售、元件 II、医疗器械 II、通信设备、医药商业 II。

表 11: 10 年三季报分行业表现

板块名称	净资产收 益率-平	净资产收 益率-平	净资产收 益率-平	净资产收 益率-平	净资产收 益率-平	净资产收 益率-平	净资产收 益率-平	净利润合 计(同比	2011 年预 测净利润	市盈率 (TTM,
------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	-----------------	--------------

	均(整体 法)[报告 期] 今年 三季[单 位] %	均(整体 法)[报告 期] 2009 三季[单 位] %	均(整体 法)[报告 期] 2008 三季[单 位] %	均(整体 法)[报告 期] 2007 三季[单 位] %	均(整体 法)[报告 期] 2006 三季[单 位] %	均(整体 法)[报告 期] 2005 三季[单 位] %	增长率) [报告期] 今年三季 [单位] %	增长率	整体法) [交易日 期] 最 新
SW 航空运输 II	33.95	16.94	-3.92	13.18	6.8	3.09	280.13	8.33%	16.42
SW 白色家电	19.63	16.8	14.77	12.11	6.19	0.11	47.45	23.58%	20.61
SW 汽车零部件 II	19.02	14.94	12.61	13.59	10.45	4.18	91.95	19.77%	21.99
SW 汽车整车	18.5	9.52	7.82	10.9	7.96	6.15	140.12	18.30%	14.76
SW 饮料制造	18.2	18.13	16.17	12.4	9.33	7	26.86	29.13%	44.99
SW 其他采掘 II	16.83	5.7	26.1	15.34	0.62	-5.43	270.63	20.44%	9.55
SW 银行 II	16.83	15.36	16.96	13.49	11.13	13	32.47	22.53%	42.52
SW 医药商业 II	16.59	13.07	10.7	9.59	5.95	4.76	12.99	30.75%	51
SW 煤炭开采 II	15.4	13.52	19.5	13.06	11.63	13.34	30.08	20.66%	18
SW 专用设备	14.59	11.54	12.98	16.19	10.83	6.98	65.29	32.13%	27.58
SW 铁路运输 II	14.06	8.82	10.76	10.07	10.85	0.03	56.86	11.29%	12.92
SW 石油化工	14	13.72	4.81	16.65	13.45	12.85	12.52	11.48%	12.8
SW 生物制品 II	13.65	19.28	10.62	4.85	3.96	3.19	-4.73	30.54%	41.78
SW 化学制药	12.12	11.59	15.06	8.86	5.84	6.02	34.51	35.58%	42.86
SW 金属制品 II	11.46	6.13	10.03	12.99	17.57	23.96	90.79	30.80%	29.78
SW 石油开采 II	11.43	10.05	12.27	11.36			23.13	11.30%	16.45
SW 保险 II	11.11	11.2	5.46	16.81	14.18		6.25	19.90%	19.5
SW 电气设备	10.78	12.78	12.32	11.17	9.73	6.6	18.08	36.32%	45.86
SW 食品加工	10.7	10.45	7.33	6.8	9.07	4.25	23.79	16.49%	37.6
SW 燃气 II	10.55	9.26	11.18	3.87	4.89	5.27	23.05	14.60%	40.22
SW 零售	10.23	9.4	9.14	9.05	6.5	4.68	31.25	37.52%	40.54
SW 中药 II	10.11	9.23	7.84	8.95	5.77	6.1	32.14	37.91%	53.07
SW 包装印刷 II	10.1	12.56	5.93	9.82	4.44	4.59	2.34	52.93%	32.68
SW 化工新材料 II	10.04	6.05	12.12	15.09	13.23	13.32	86.62	25.49%	37.87
SW 水务 II	10.04	7.33	5.96	10.01	5.81	4.15	27.73	47.90%	47.87
SW 半导体	9.98	2.69	2.42	7.73	5.69	3.39	204.49	64.04%	76.47
SW 航运 II	9.54	-7.83	22.85	12.15	14.89	19.32	218.29	21.74%	27.7
SW 港口 II	9.4	7.9	12.21	10.76	10.96	12.31	33.56	19.39%	20.16
SW 景点	9.31	9.96	9.04	17.08	7.28	7.19	20.26	35.75%	67.9
SW 医疗器械 II	9.25	10.6	6.03	5.3	8.75	5.41	22.64	35.36%	66.65
SW 高速公路 II	9.22	8.8	8.94	9.71	7.74	6	18.83	16.82%	16.82
SW 建筑材料	9.13	8.41	7.65	9.16	4.89	3.02	29.52	34.51%	27.94
SW 食品制造	9.11	9.54	-1.09	7.05	6.34	6.54	-1.2	46.81%	50.54
SW 塑料 II	9.09	7.41	27.5	3.08	3.59	3.71	49.21	33.86%	43.81
SW 普通机械	9.09	7.19	7.12	8.64	3.78	2.81	34.68	75.42%	52.58
SW 通信设备	8.79	7.48	4.5	1.47	3.25	0.83	50.56	34.27%	38.02
SW 证券 II	8.67	13.14	9.86	36.02	4.3	-2.97	-22.65	10.97%	25.99
SW 元件 II	8.56	2.25	3.82	7.26	5.13	3.27	162.78	35.47%	52.77
SW 计算机应用	8.51	11.42	10.13	10.32	6.85	4.67	20.04	38.83%	61.22

SW 建筑装饰	8.47	9.68	8.03	10.01	6.57	5.06	13.77	34.04%	21.63
SW 贸易 II	8.35	6.67	12.18	10.08	7.54	6.92	44.8	42.06%	30.95
SW 其他电子器件 II	8.28	5.03	6.57	9.65	6.42	6.68	81.56	42.44%	59
SW 公交 II	8.19	8.98	9.66	12.18	9.05	6.71	5.97	44.79%	28.1
SW 机场 II	8.16	6.25	5.84	10.47	10.15	9.54	41.37	9.81%	18.2
SW 饲料 II	8.08	12.01	11.34	8.94	6.27	1.04	10.38	61.40%	59.87
SW 环保 II	7.94	7.47	6.86	14.14	6.96	5.98	22.01	36.68%	50.57
SW 其他轻工制造 II	7.86	6.08	6.68	14.84	11.29	4.88	37.41	55.55%	56.96
SW 农业综合 II	7.82	6.99	6.74	6.14	3.59	3.47	30.09	37.93%	56.88
SW 渔业	7.68	6.47	5.61	5.55	3.88	-2.89	24.6	71.09%	73.01
SW 传媒	7.44	5.81	5.9	6.98	1.53	3.43	29.58	16.65%	51.68
SW 房地产开发 II	7.41	7.45	6.81	6.64	5.4	4.24	16.79	45.33%	20.82
SW 化学制品	7.22	8.49	16.84	10.97	10.04	9.43	1.14	51.06%	46.07
SW 仪器仪表 II	7.18	2.56	2.77	2.91	1.26	2.58	50.62	75.62%	85.11
SW 非汽车交运设备	7.17	7.55	12.05	14.48	6.18	3.05	26.24	30.43%	42.36
SW 园区开发 II	7.15	6.58	6.78	4.79	4.88	2.71	17.63	43.08%	26.22
SW 有色金属冶炼 II	7.07	2.66	11.21	19.33	22.75	9.54	178.71	45.85%	50.1
SW 旅游综合 II	6.99	5.79	3.94	5.32	4.34	2.52	39.93	40.76%	52.75
SW 酒店 II	6.91	6.04	4.93	8.43	5.86	4.5	25.72	1.55%	35.82
SW 计算机设备 II	6.87	5.15	4.77	7.01	4.2	3.02	25.68	40.57%	58.34
SW 服装 II	6.6	10.41	11.44	12.21	6.96	5.49	-13.42	29.12%	35.77
SW 电力	6.48	6.82	-0.28	9.16	7.75	7.03	6.03	28.23%	23.21
SW 综合 II	6.42	4.44	3.31	3.03	2.05	1.39	65.37	50.81%	44.16
SW 橡胶	6.24	12.62	2.91	7.03	2.99	5.25	-38.73	106.75%	44.65
SW 物流 II	6.24	5.36	6.38	7.7	4.21	4.02	36.34	45.75%	47.01
SW 化学纤维	6.02	3.01	-1.38	4.78	0.81	-2.13	113.56	156.47%	47.03
SW 餐饮 II	5.99	8.83	6.12	10.65	3.42	-0.33	9.83	51.15%	71.56
SW 钢铁	5.67	0.99	13.26	13.41	11.62	14.71	521.38	39.31%	18.13
SW 网络服务	5.49	5.26	5.25	5.75	1.65	-0.29	27.17	40.09%	83.84
SW 金属新材料 II	5.34	4.16	4.62	5.62	4.07	3.33	41.11	63.28%	87.33
SW 医疗服务 II	4.72	4.73	2.04	3.68	1.65	2.71	56.47	152.46%	103.16
SW 种植业	4.65	4.44	4.17	4.05	5.08	4.42	12.97	44.01%	86.24
SW 纺织	4.22	3.72	2.47	3.4	3.36	2.82	21.07	39.10%	43.7
SW 造纸 II	4.07	2.78	7.76	6.87	6.19	6.34	59.33	38.15%	19.62

数据来源: Wind、宏源证券研究所

十、乘十二五之东风，执新兴产业之牛耳

2011 年是十二五规划的开局之年，也是实施经济结构转型的关键一年，新兴产业和消费是主要的经济结构调整方向，因此相关行业在 2011 年开始将面临一个长期向好的经济环境，从而给相关上市公司带来良好的成长预期，这也给资本市场带来良好的投资机遇，我们认为符合经济转型方向并且能在业绩增长上得到确认的细分子行业和个股将会是 11 年最重要的投资机会。

(一) 掘金新兴产业之细分龙头

在《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》中确定新兴产业的发展目标为：到 2015 年，战略性新兴产业形成健康发展、协调推进的基本格局，对产业结构升级的推动作用显著增强，增加值占国内生产总值的比重力争达到 8% 左右。到 2020 年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值的比重力争达到 15% 左右，吸纳、带动就业能力显著提高。十七大报告确立 2020 年人均 GDP 比 2000 年翻两番目标，我们根据目前的数据和未来增速乐观预计，这一目标 2015 年前后就将实现，届时 GDP 总量将达 43.4 万亿元，由此测算新兴产业增加值将达 3.47 万亿元。预计 2020 年人均 GDP 或将达 4 万元，届时 GDP 总量将达 58 万亿，由此推算新兴产业增加值将达 8.7 万亿，5 年翻倍增长。

根据战略性新兴产业的特征，立足我国国情和科技、产业基础，现阶段重点培育和发展节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车七大产业，其中前四大为支柱行业，后三大行业为先导行业。

1、节能环保

节能环保产业发展的重点方向是：重点开发推广高效节能技术装备及产品，实现重点领域关键技术突破，带动能效整体水平的提高。加快资源循环利用关键共性技术研发和产业化示范，提高资源综合利用水平和再制造产业化水平。示范推广先进环保技术装备及产品，提升污染防治水平。推进市场化节能环保服务体系建设。加快建立以先进技术为支撑的废旧商品回收利用体系，积极推进煤炭清洁利用、海水综合利用。

相关主要的细分行业及重点股票有：

表 12：新兴产业股票池-节能环保

主题	细分主题	股票池
节能环保	建筑节能	泰豪科技、南玻 A
	照明节能	三安光电、士兰微、联创光电、国星光电、德豪润达、方大集团、法拉电子、佛山照明、雪莱特、浙江阳光
	合同能源管理	延华智能、荣信股份、智光电气、泰豪科技
	工业节能	合康变频、英威腾、九洲电气、荣信股份、智光电气、卧龙电气、国电南自、科陆电子
	环保	龙净环保、菲达环保、桑德环境、首创股份、武汉控股、南海发展、洪城水业、城投控股、创业环保、中原环保、东湖高新、凯迪电力、众合机电、九龙电力、三维丝
	水处理	碧水源、万邦达、首创股份、创业环保、南海发展、兴蓉投资、双良股份、深圳惠程
	固废处理	格林美、桑德环境、深圳能源、九龙电力
	再制造产业	大族激光、格林美、鼎盛天工

资料来源：宏源证券研究所，加粗部分为重点公司

2、新一代信息技术

新一代信息技术的重点方向是：加快建设宽带、泛在、融合、安全的信息网络基础设施，推动新一代移动通信、下一代互联网核心设备和智能终端的研发及产业化，加快推进三网融合，促进物联网、云计算的研发和示范应用。着力发展集成电路、新型显示、高端软件、高端服务器等核心基础产业。提升软件服务、网络增值服务等信息服务能力，加快重要基础设施智能化改造。大力发展数字虚拟等技术，促进文化创意产业发展。

相关主要的细分行业及重点股票有：

表 2: 新兴产业股票池-新一代信息技术

主题	细分主题	股票池
新一代信息技术	RFID	远望谷、上海贝岭、厦门信达、新大陆、同方股份
	物联网	东信和平、恒宝股份、大唐电信、焦点科技、国民技术、航天信息、生意宝、康强电子、通富微电、拓维信息、卫士通、南天信息、证通电子、新大陆、浦发银行
	M2M	东信和平、卫士通、中兴通信
	无线传感器	长电科技、威创股份、大华股份、大立科技、远望谷、航天信息、汉威电子、赛维智能
	云计算	神州泰岳、生意宝、三五互联、焦点科技、鹏博士、亿阳信通、网宿科技、卫士通、华东电脑、方正科技、同方股份、长城电脑、浪潮信息、华胜天成
	三网融合	广电网络、天威视讯、中视传媒、电广传媒、歌华有线、中电广通、鹏博士、金亚科技
	光通信	中天科技（光纤光缆制造商）、日海通讯（辅助设备光纤连接器提供商）、中兴通讯和烽火通信（光网络系统设备商）
	高端软件	超图软件、远光软件、启明星辰、四维图新、石基信息、宝信软件、用友软件、东华软件、软控股份、东软集团、中国软件
	新型显示	触摸屏：莱宝高科、南玻 A、超声电子、长信科技、欧菲光 TFTLCD：深天马 A、宇顺电子、京东方 A、TCL 集团、诚志股份和永太科技（上游液晶）、彩虹股份（上游玻璃基板）、深纺织 A（上游偏光片）、闽闽东
	信息服务	宝信软件、银之杰、浙大网新、数字政通、银江股份、易联众、信雅达
	网络增值服务	鹏博士、乐视网、顺网科技、拓维信息、北纬通信（动漫）

资料来源：宏源证券研究所，加粗部分为重点公司

3、生物

生物产业发展的重点方向是：大力发展用于重大疾病防治的生物技术药物、新型疫苗和诊断试剂、化学药物、现代中药等创新药物大品种，提升生物医药产业水平。加快先进医疗设备、医用材料等生物医学工程产品的研发和产业化，促进规模化发展。着力培育生物育种产业，积极推广绿色农用生物产品，促进生物农业加快发展。推进生物制造关键技术开发、示范与应用。加快海洋生物技术及产品的研发和产业化。

相关主要的细分行业及重点股票有：

表 3: 新兴产业股票池-生物

主题	细分主题	股票池
生物	创新药物	海普瑞、华神集团、兰生股份、岳阳兴长、长春高新、通化东宝、恒瑞医药、双鹭药业
	生物医药	天坛生物、华兰生物、双鹭药业、海正药业、丽珠集团、科华生物、恒瑞医药、康缘药业、天士力、辽宁成大、长春高新、中牧股份、重庆啤酒、达安基因
	现代中药	天士力、康美药业、康缘药业、康恩贝
	药物制剂	海正药业、美罗药业
	先进医疗设备	乐普医疗、万东医疗、鱼跃医疗、新华医疗
	生物育种	登海种业、荃银高科、隆平高科、敦煌种业、丰乐种业、万向德农

资料来源：宏源证券研究所，加粗部分为重点公司

4、高端装备制造

高端装备制造产业发展的重点方向是：重点发展以干支线飞机和通用飞机为主的航空装备，做大做强航空产业。积极推进空间基础设施建设，促进卫星及其应用产业发展。依托客运专线和城市轨道交通等重点工程建设，大力发展轨道交通装备。面向海洋资源开发，大力发展海洋工程装备。强化基础配套能力，积极发展以数字化、柔性化及系统集成技术为核心的智能制造装备。

相关主要的细分行业及重点股票有：

表 4：新兴产业股票池-高端装备制造

主题	细分主题	股票池
高端装备制造	支线航空与通用航空	四创电子、中信海直、威海广泰 、川大智胜、海特高新、哈飞股份、贵航股份
	先进航空装备	航空动力、成发科技 、中航动控、中航重机、钢研高纳、中航电子、中航光电、中航精机、东安黑豹、西飞国际、洪都航空
	高速铁路	时代新材、赛为智能 、中国南车、中国北车、晋西车轴
	海洋工程装备	海油工程、海油工程 、中集集团、振华重工、中国重工、中国船舶
	高端智能制造装备	沈阳机床、昆明机床 、秦川发展、汉钟精机
	卫星应用	中国卫星、国腾电子 、北斗星通、合众思壮

资料来源：宏源证券研究所，加粗部分为重点公司

5、新能源

新能源发展的重点方向是：积极研发新一代核能技术和先进反应堆，发展核能产业。加快太阳能热利用技术推广应用，开拓多元化的太阳能光伏光热发电市场。提高风电技术装备水平，有序推进风电规模化发展，加快适应新能源发展的智能电网及运行体系建设。因地制宜开发利用生物质能。

相关主要的细分行业及重点股票有：

表 5：新兴产业股票池-新能源

主题	细分主题	股票池
新能源	核能	中核科技、沃尔核材 、东方电气、中国一重、上海电气、烟台冰轮、哈空调
	太阳能	天威保变、拓日新能 、南玻 A、乐山电力、川投能源、力诺太阳、航天机电、江苏阳光、方兴科技、新华光、精功科技、孚日股份、中环股份、海通集团
	风电	金风科技、湘电股份 、东方电气、长征电气、中科三环、华仪电气、天奇股份、中材科技、天马股份、方圆支承、银星能源、京能热电、宝新能源、闽东电力
	生物质能	凯迪电力 、丰原生化、岁宝热电、东湖高新
	清洁能源	广汇股份、华光股份 、海陆重工、科达机电、东方电气、天科股份
	智能电网	国电南瑞、百利电气、国电南自、理工监测、长城开发、平高电气、许继电气 、东方电子、思源电气、东源电器、荣信股份、奥特迅、智光电气、特变电工、天威保变、置信电气、积成电子、森源电气、浩宁达、中恒电气、中能电气、科远股份、九洲电气、金利华电、英威腾、特锐德、东北电气、上海电气、北京科锐、卧龙电气、鑫龙电器、中国西电； 科陆电子（智能电表） ；IGBT： 华微电子 、台基股份、中环股份、科达股份

资料来源：宏源证券研究所，加粗部分为重点公司

6、新材料

新材料产业发展的重点方向是：大力发展稀土功能材料、高性能膜材料、特种玻璃、功能陶瓷、半导体照明材料等新型功能材料。积极发展高品质特殊钢、新型合金材料、工程塑料等先进结构材料。提升碳纤维、芳纶、超高分子量聚乙烯纤维等高性能纤维及其复合材料发展水平。开展纳米、超导、智能等共性基础材料研究。

相关主要的细分行业及重点股票有：

表 6：新兴产业股票池-新材料

主题	细分主题	股票池
新材料	稀土永磁	包钢稀土和广晟有色（稀土）、中科三环（钕铁硼）、银河磁体（粘结钕铁硼）、天通股份（软磁铁氧体）、横店东磁（铁氧体）、北矿磁材（永磁铁氧体预烧料）
	稀有金属	厦门钨业、西藏矿业（锂）、锡业股份、吉恩镍业、金钼股份、东方钽业、东方锆业、宝钛股份、云海金属（镁）
	化工新材料	有机硅：新安股份、蓝星新材、宏达新材、硅宝科技；工程塑料：云天化、神马实业；改性塑料：普利特、金发科技；玻璃纤维：云天化、中国玻纤、中材科技；烟台氨纶（氨纶芳纶）、回天胶业（工程胶粘剂）、广东榕泰（ML复合新材料）、烟台万华（MDI）；
	金属新材料	安泰科技（非晶合金带材）、豫金金刚石、西部材料（钛/钢复合板）、中钢吉炭（炭素）、方大炭素（石墨）、云海金属（镁合金）、博云新材（粉末冶金复合材料）

资料来源：宏源证券研究所，加粗部分为重点公司

7、新能源汽车

新能源汽车产业发展的重点方向是：着力突破动力电池、驱动电机和电子控制领域关键核心技术，推进插电式混合动力汽车、纯电动汽车推广应用和产业化。同时，开展燃料电池汽车相关前沿技术研发，大力推进高能效、低排放节能汽车发展。

相关主要的细分行业及重点股票有：

表 7：新兴产业股票池-新能源汽车

主题	细分主题	股票池
新能源汽车	动力电池	佛塑股份、当升科技、杉杉股份、江苏国泰、新宙邦、多氟多、德赛电池、亿纬锂能、中国宝安、风帆股份、科力远、中炬高新、中信国安、佛山照明、华芳纺织、成飞集成、拓邦股份、金瑞科技、西藏矿业、铜峰电子
	驱动电机	大洋电机、江特电机
	整车	宇通客车、安凯客车、万向钱潮、曙光股份、中通客车、海马汽车
	充电设备	奥特迅、许继电气、国电南瑞、荣信股份、思源电气

资料来源：宏源证券研究所，加粗部分为重点公司

（二）扩内需，掘金消费主题

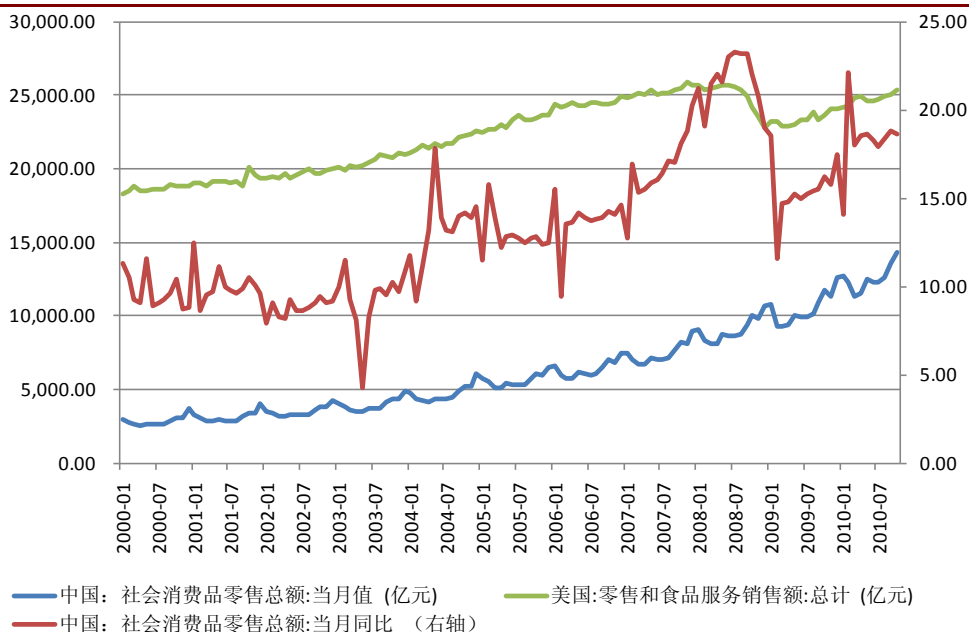
十二五规划的另一重大主题是坚持扩大内需特别是消费需求的战略，必须充分挖掘我国内需的巨大潜力，着力破解制约扩大内需的体制机制障碍，加快形成消费、投资、出口协调拉动经济增长新局面。

扩内需的主要要求是：把扩大消费需求作为扩大内需的战略重点，进一步释放城乡居

民消费潜力，逐步使我国国内市场总体规模位居世界前列。要加强市场流通体系建设，发展新型消费业态，拓展新兴服务消费，完善鼓励消费的政策，改善消费环境，保护消费者权益，积极促进消费结构升级。要合理引导消费行为，发展节能环保型消费品，倡导与我国国情相适应的文明、节约、绿色、低碳消费模式。

按照零售总额计算，目前我国的消费规模不到美国消费规模的六成，按照使我国国内市场总体规模位居世界前列的要求，消费市场仍处于加速增长的上升通道。

图 88：中美销售总额对比



资料来源：Wind，宏源证券研究所

相关主要的细分行业及重点股票有：

表 8：消费类主题股票池

细分主题	股票池
医药	天士力、东阿阿胶、片仔癀、中新药业、现代制药、紫鑫药业、人福医药、美罗药业、通策医疗、爱尔眼科、云南白药、奇正藏药、贵州百灵、江中药业、康美药业
食品饮料	洋河股份、山西汾酒、老白干酒、泸州老窖、张裕 A、金种子酒、古越龙山、承德露露、伊利股份
商业贸易	农产品、东方金钰、友好集团、友阿股份、南宁百货、鄂武商 A、天虹商城、小商品城、华联综超、美克股份
旅游酒店	首旅股份、中青旅、峨眉山、锦江股份、桂林旅游

资料来源：宏源证券研究所

十一、资产配置及 2011 年宏源证券十大金股

我们认为，2011 年是充满期待的一年，“十二五”开局，经济转型启动，新经济发展；2011 年也是充满隐忧的一年，通胀压力如影随形，货币政策取向将是管理层的“一个艰难的决定”。因此 2011 年依然应该坚持“淡化指数、主题投资”的投资思路，紧紧围绕国家“扩内需、调结构”的政策方向，把握交易型机会。资产配置上，标配传统防御性行业，

超配高成长新兴产业和消费行业，低配强周期行业。

依据“新兴产业+消费”的投资主线，同时考虑新疆区域经济优势，精选 2011 年宏源证券十大金股如下：

广汇股份、新疆众和、银星能源、中航重机、康恩贝、海兰信、深圳惠程、彩虹股份、恒宝股份、莱宝高科

广汇股份 (600256): 公司目前正在剥离原有传统业务（如商品贸易、石材门窗、房地产等），向以煤炭、LNG 和石油为主营业务的能源类企业转变，斋桑油田资源储量远超预期，2011 年油井数量可达 30 口，原油产量应在 10 万吨以上。吉木乃 LNG 项目已完工约 80%，2011 年 8 月可投产，从气化南疆走向气化中亚。预计 10~12 年增发摊薄后每股收益分别为 0.42、1.12 和 1.7 元，给予买入评级。（分析师：康铁牛）

新疆众和 (600888): 公司目前产能为高纯铝 2.8 万吨、电子铝箔 2 万吨、电极箔 400 万平米，2011 年三种产品的产能将分别增长 17.86%、35% 和 125%。2012 年随着新募投项目的投产，产能再度实现跨越式增长，达到 5.3 万吨、4.7 万吨和 2100 万平米。公司拥有丰富的煤炭资源，目前自供电量比例可达 54.55%，其余外购，平均电力成本 0.33 元/度。明年下半年公司新的发电机组即可投入使用，年发电量可达 16.2 亿度，公司的电力成本将逐年下降 13.64% 和 24.24%，达到 0.285 元/度和 0.25 元/度，电力优势非常明显。作为国内最大的高纯铝和电子铝箔生产企业，国内的市场占有率一直维持在 50% 以上，特别是高纯铝，我国军工行业所需的全部高纯铝都仅从公司采购，具有绝对的领先优势。电子铝箔和电极箔产品质量已基本达到日本的最好水平，其研发成功的高附加值环保型电子铝箔技术，有效填补国内电子铝箔技术空白，实现为环保型电容器生产提供低碳环保材料。未来随着消费类电子产品和以 3G 为代表的通讯领域的升级换代，以及变频技术、高效节能灯具、风力发电、高速铁路和电动汽车为代表的绿色节能领域的逐步拓展和快速发展，都将拉动高压电容器和高压电极箔的需求量。预计公司 10-12 年每股收益分别为 0.78 元、0.97 元和 1.32 元，以 11 月 26 日收盘价计算，对应 PE 为 29 倍、23 倍和 17 倍，维持“买入”评级。（分析师：闵丹）

银星能源 (000862): 公司拟投资 15.3 亿元建设风机、塔筒、光伏电池和组件等 6 个项目，其将与现有业务形成几乎完整的风电与太阳能两条产业链，并使公司转型为风电和太阳能一体化产业的设备生产和运营商。目前，公司主要靠风电场的运营盈利，到今年年底权益装机达 198MW，容量同比增加了 3 倍，而未来两年有望每年新增 100MW，成为业绩的最主要来源。我们看好风电场运营盈利能力逐步提高的情况下公司的未来发展，外加持有 40% 股权的银星多晶硅正在由 200 吨逐步扩建至 2,000 吨，其建成后将大幅提高公司的投资收益。我们预测公司 2010/11/12 年的每股收益分别为 0.25、0.43 和 0.72 元，考虑到资产注入预期，维持“买入”评级。（分析师：赵曦）

中航重机 (600765): 公司现有三项业务中锻铸件业务受到防务飞机列装、军用和民用中大型飞机开始生产等需求拉动，业务将保持高速增长，同时锻铸件业务板块的整合进一步深入，规模效应明显；液压业务整合逐渐拉开，未来将进一步拓展在工程机械等领域业务的市場；中航惠腾在 2011 年恢复性增长，未来全风电产业链将逐步打通。公司三项业务逐步承载公司未来的成长，形成互相拉动的局面。预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.45、0.75、1.25 元，给予“买入”评级。（分析师：荀剑）

康恩贝 (600572): 公司 10 年进行大刀阔斧的管理变革，建立全新的组织架构，建立专业化的营销模式及销售队伍，大幅扭转了 06 年以来业绩徘徊不前的局面。康恩贝有多

达 49 个品种入选基本药物目录，未来有望继续受益，主要产品前列康市场前景极大，未来 2 年将高速增长。大股东康恩贝集团承诺 2012 年底前将下属药业资产注入上市公司，预计将增厚公司 12 年 EPS 0.10 元。盈利预测：公司 10-12 年 EPS 为 0.51,0.66,0.85,给予“买入”评级。（分析师：吴洋）

海兰信 (300065)：从事航海电子产品和系统的研发、生产、销售和服务，未来有望成为我国船舶电子整体设备提供商。公司 VDR 产品市场份额达到 23%，2010 年新推出电子海图、操舵仪两项新品，进一步提升船舶电子集成系统的整装自主率。公司目前在 30 多个国家和地区建立了 60 多个服务网点。2009 年取得了供应军品的全部资质，公司有望立足于有优势的产品系列，成为海工配套设备的供应商，并受益于十二五期间海军装备大发展。预计公司 2010 年 -2012 年的 EPS 分别为 0.71 元、1.15 元、1.86 元，给予评级为“买入”。（分析师：胡颖）

深圳惠程(002168)：公司控股子公司长春高崎目前聚酰亚胺项目正处于产业化前期，增发完成后，将聚酰亚胺纤维和聚酰亚胺工程塑料均分别扩产至 3000 吨产能，国内聚酰亚胺纤维市场容量约 8000 吨，美国工程塑料市场容量约 15000 吨，市场需求有一定保障，另外，公司聚酰亚胺薄膜已经生产出成品，预计明年 1 季度会有进一步发展。公司增发项目预计明年 3-4 季度完工，届时将会有业绩释放，预计 10~12 年增发摊薄后每股收益分别为 0.20、0.46 和 1.11 元，给予“买入”评级。（分析师：张延明）

恒宝股份 (002104)：公司是我国卡类制造的龙头企业，银行卡 EMV 迁移中公司受益将最直接。公司传统业务包括磁条卡、通信 IC 卡等具备稳健成长的特性。在我国银行磁条卡的市场占有率 26.57%。公司在 IC 产业链上布局完整，技术储备充分，同时具有 MasterCard、Visa、银联三家机构的生产资质。我们预测 EMV 卡迁移的第一波高峰将在 2011 年出现，同时在物联网应用领域（手机支付和 MIC 产品）可以大展身手。预测公司 2010 年 /2011 年 /2012 年 EPS 分别为 0.30/0.61/0.66 元，对应 PE 57.8/28.1/26.2 倍。给予“买入”评级。（分析师：李坤阳）

彩虹股份 (600707)：公司是我国首家拥有整套 5 代线玻璃基板核心技术的企业。从 2010 年开始，公司主营业务结构将形成玻璃基板、彩色显像管、OLED 的布局。公司已经投产的 5 代线玻璃基板良品率稳定在 70% 以上。公司在建的生产线共 12 条，建成后，公司将拥有 13 条玻璃基板生产线，其中 5 代线 9 条，合计产能约 450 万片 / 年，6 代线 4 条，合计产能约 135 万片 / 年。公司将在 2011 年 1 季度开始获得订单。预测 2010/2011/2012 年 EPS 0.03/0.75/1.13 元，对应动态 PE 分别为 600 倍 /24.5 倍 /16.25 倍。给予“买入”评级。（分析师：李坤阳）

莱宝高科(002106)：公司是触摸屏龙头企业，盈利能力强，市场空间广阔。TFT-LCD 空盒产能 3 万对 / 月。中小尺寸触摸屏产能 13 万片 / 月。中大尺寸触摸屏项目产能 800 万片 / 年，预计 2011 年四季度投产。由于已经进入苹果产品供货体系，需求旺盛而且增长很快。公司整体毛利率达到 54%，净利润率 34%，期间费用率连续下降。预测公司 2010/2011/2012 年 EPS 分别达到 0.95/1.50/2.10，对应 PE 66/42/30 倍。给予“买入”评级。（分析师：李坤阳）

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 13801356800 Zhangjun3@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	赵佳 010-88085511 zhaojia@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	罗云 010-88085279 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。