

2010年12月27日

日信证券策略小组

徐海洋

021-61735961

陈一博

010-88086830-715

策略研究

过渡期继续结构化行情

——2011年A股投资策略报告

核心观点

◇ 2011年A股将总体维持震荡市格局，上证综指核心波动区间（2600-3500）。市场的投资机会仍然是结构性和阶段性的。主要的机会集中在反映经济转型的战略性新兴产业中。周期性行业的投资机会仍然只是阶段性的，择时是关键。消费品行业的机会在于震荡消化估值压力后的再度兴起。同时，由于货币政策的收缩和流动性的回落，市场也存在阶段性的风险。

主要依据

◇ **宏观经济：**2011年仍将是两轮经济周期的过渡期，反映旧周期尾声的产能过剩、房价泡沫、通货膨胀与反映新周期起点的消费需求提速、战略性新兴产业起航、区域经济再平衡将相互交织。GDP增速将维持9.0%-9.5%的适中水平，运行轨迹会呈现出“N”型。通货膨胀是短期经济运行的核心矛盾，通胀在上半年将维持较高水平但涨幅趋缓，CPI同比增速有2-3个月在5.0%以上运行，下半年有所回落，治理本次通胀将是复杂的过程。

◇ **政策方向：**“调结构”是2011年政策面的核心基调，“控通胀”只是阶段性目标。在经济增速适中而非高增长的环境下治理通胀，管理层实际面临两难选择，政策腾挪的空间有限。政策的着力点只能是调节流动性，而不能抑制总需求，这一点显著区别于2008年“防过热、防通胀”。“调结构”上升为战略性安排，不仅是经济周期过渡期的内在要求，也是政治周期过渡期的必然选择。

◇ **流动性水平：**2011年宏观流动性水平较2010年将呈现总体回落的趋势，股市资金供求将处于偏紧的状态。资金面的适度改善主要来源于存量资金

在不同领域内的再配置，如房地产投机资金、债市资金、外资流入、负利率环境下储蓄资金等。流动性环境下半年好于上半年。

投资策略、行业配置

◇**投资策略：**一季度重点布局新兴产业，把握主题性投资机会；二季度立足于防御；下半年把握周期性行业的阶段性机会，并把握新兴产业在政策预期兑现后的分化和消费品行业震荡消化估值压力后的再度兴起。

◇**首选行业：**节能环保、高端装备制造；房地产。

推荐行业：下一代信息技术、生物、新能源；信息设备、机械设备、建筑建材、商业贸易。

◇十大价值股：

首开股份、华业地产、中国平安、招商银行、盐湖钾肥、恒瑞医药、苏宁电器、张裕 A、贵州茅台、东方电气。

◇十大成长股：

龙源技术、先河环保、海陆重工、山东墨龙、智光电气、烽火通信、长盈精密、浙江阳光、顺络电子、厦门钨业。

与市场的不同之处：

多数机构认为 2011 年市场趋势是“先抑后扬”，运行轨迹呈“耐克式”。二季度以后逐季上行至 3800-4200 点，全年来看是“牛市”或“慢牛市”。配置策略是先 α 后 β ，主要投资机会在于周期性行业。

我们认为，2011 年全年仍是震荡市，而难以出现趋势性上涨，流动性水平和股市资金供求状况不支持一轮牛市的形成，3500 点将是高风险区域。周期性行业的机会只是阶段性的，个别行业会有良好表现，周期股全面走强的可能性较小。与 2010 年显著不同的是，我们认为 2011 年市场将没有严格的风格界限，投资机会在于周期与非周期两大阵营内部的结构分化。

风险因素

通胀压力和政策紧缩力度超出预期；调控政策操作失当，引发经济“滞胀”风险。

目录:

宏观形势展望：短周期尾声向中周期起点过渡	5
政策图景前瞻：“调结构”仍然是中心	11
流动性评估：总体回落趋势明显	15
市场判断：宽幅震荡 转型牛市	21
行业配置建议：继续跟踪转型	23
2011 年二十大金股	31

图表目录:

图表 1: 中国的经济周期 1992-2010	6	
图表 2: 投资增速仍将处于相对低位	7	
图表 3: 房地产开发投资增速将回落	7	
图表 4: 三大需求对GDP的贡献	8	
图表 5: 消费增速仍将强劲	8	
图表 6: CPI、PPI双高的局面再现	9	
图表 7: 食品通胀的结构分析	9	
图表 8: 非食品价格上涨压力渐增	11	
图表 9: 从货币洪峰到通胀洪峰	11	
图表 10: 信贷资金产出效率	14	
图表 11: 物价上行趋势仍未改变	16	
图表 12: 货币供应量有回归均值区间要求	16	
图表 13: M2/GDP达到历史最高位	17	
图表 14: 市场利率水平处于周期底部	17	
图表 15: 自由流动性可能继续回落	17	
图表 16: 流通市值已达历史新高	19	
图表 17: 资金承接能力明显下降	19	
图表 18: 美国ISM制造业指数和失业率	20	
图表 19: 美国目标利率和 3 月LIBOR	图表 20: 美联储总资产持续扩张	20
图表 21: 欧洲失业率	20	
图表 22: 人民币兑美元及NDF走势	图表 23: 中美利差走势	21
图表 24: 2010 年各个行业的涨跌幅	27	
图表 25: 估值与成长性比较	28	
图表 26: 估值与成长性比较的逻辑	28	
表格 1: 2011 年政策基调显著区别于 2008 年	12	
表格 2: 一级行业配置建议	23	
表格 3: 战略性新兴产业配置建议	24	
表格 4: 宏观驱动力角度的行业划分	26	
表格 5: 战略性新兴产业各细分子行业的政策定位	29	
表格 6: 战略性新兴产业的配置建议	30	

宏观形势展望：短周期尾声向中周期起点过渡

（一）2011年仍将是两轮经济周期转换的过渡期

从经济周期的角度看，2008年至今都是处于上一轮中周期（产能周期）的尾声。但2009年的“保增长”政策改变了中周期尾声的本来面目，超常规的货币投放和基建投资制造了一轮经济短周期（政策周期）。这一轮短周期从2009年初开始，到目前仍然在继续。

“缝缝补补”的2010年。回顾2010年的宏观经济，一切要从2009年寻找根源。“4万亿投资+9.59万亿信贷”在09年体现为“成功保八”，而在2010年则体现为“保增长后遗症”。产能过剩、房价泡沫、融资平台债务风险、通货膨胀是四大“保增长后遗症”。2010年的宏观经济政策有一个清晰脉络，就是立足于治理这四大后遗症。从二季度开始的房地产调控、融资平台清理，到第三季度的节能减排风暴，再到目前的防控通胀，2010年的政策可以说是“缝缝补补”，为2009年的“成功保八”买单。

2010年的宏观经济确实是最复杂的一年。从年初的担忧经济增长基础不牢固，到三、四月份的担心经济过热，再到年中时担忧经济二次探底，再到目前的担忧通货膨胀。对宏观经济运行格局的判断几乎是以季度为单位切换的，而管理层的政策立场也基本上是每个季度发生一次切换。一季度政策面的基调是“稳增长”，二、三季度转换为“调结构”，四季度则是“控制物价过快上涨”。当

“二次探底”争论的声音和“二次刺激”的企盼尚未消逝时，通货膨胀却杀将出来，“暴风骤雨”式的调控通胀和货币紧缩登上舞台。回顾以往的年份，可能很难找出经济形势和政策基调切换如此之频繁的一年。2010年对于宏观研究和策略研究都是一个很大的挑战，挑战在于经济形势和政策基调的变化太快。追根溯源，这种复杂经济运行格局出现的根本原因在于2010年不仅是上一轮中周期的尾声，还是09年初以来的短周期的尾声。

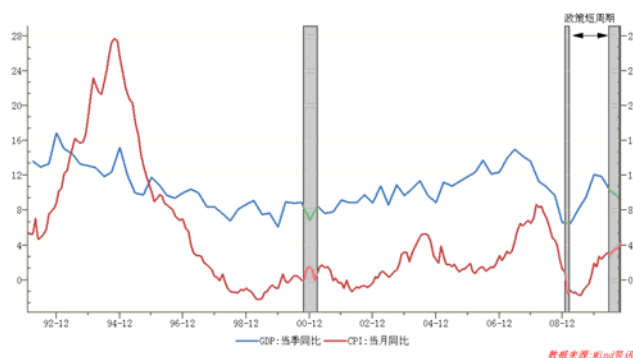
尾声与起点交织的2011年。与多数研究机构认为2011年是新周期起点的观点不同，我们认为2011年是从短周期尾声向中周期起点的过渡期。显然，2011年还不能成为新一轮中周期起点的原因在于上一轮经济周期留下的几大后遗症还没有得到充分的消化和治理，短周期尾声的特征至少在2011年上半年还不会褪去。通货膨胀的压力仍然会是2011年一、二季度的焦点问题；对房价泡沫的抑制还仍然处在僵持阶段；对几大产业落后产能的淘汰工作还没有结束。本来应该在经济危机的“清洁机制”中自然淘汰的过剩产能却因为09年的投资高潮得到了残喘。当基建投资的潮水退去后，过剩产能就会再度浮出水面；在融资平台得到清理和规范后，能够代替地方政府这一在传统增长模式

下扮演投资主力军角色的力量还没有出现。新周期起点到来的时机在2011年似乎还不成熟。

当然，新一轮经济周期的萌芽已开始出现。中国的经济周期切换也伴随着工业化进程的推进。2002年至今的经济中周期可以说是工业化中期，而目前大部分省份已经开始从工业化中期向工业化后期迈进。完成从工业化中期向工业化后期的切换也就完成了从上一轮经济周期向新一轮经济周期的转换。通过对发达国家工业化进程普遍规律的总结，我们发现在这个转换的过程中需要两个重要的驱动因素作为催化剂，一是消费水平的升级，二是技术创新能力的提升。经济转型的前提是产业结构升级，产业结构升级的前提是消费结构升级。居民收入水平的大幅提升和企业技术创新能力的提升是进入新一轮经济周期的关键驱动因素。从更加现实的角度看，2011年是政府换届和政治周期更迭的一个过渡年，政策面的重点将是为新周期的繁荣打基础。

综上所述，我们倾向于认为2011年是从短周期尾声向中周期起点过渡的一年。过渡期的本质决定了2011年的宏观经济运行格局将是短周期尾声与中周期起点的特征并存、交织。一方面，治理和消化过剩产能、房价泡沫、通货膨胀等后遗症仍将在2011年的宏观经济运行扮演重要角色；另一方面，反映新周期的特征如区域经济的再平衡、战略性新兴产业的起航也将在2011年精彩上演。

图表 1：中国的经济周期 1992-2010



数据来源：WIND 资讯、日信证券

（二）2011年经济增长分析

我们预计，2011年实际GDP增速将在9.0%-9.5%的区间内，属于适中的增长速度。投资增速维持在相对低位是导致明年经济增速不会出现高增长的主要原因。同时，出口仍然面临着诸多不确定性因素。三驾马车中的两匹传统快马在明年的表现都会相对平庸，而消费的升级是一个长期的过程，对明年的经济增速提升贡献有限。因此，明年的经济增速难以出现高增长的局面，GDP增速超过10.0%将是小概率事件。

1、投资增速将维持相对低位

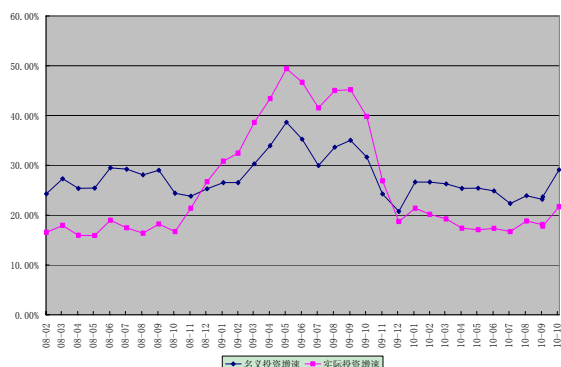
由于四万亿投资已近尾声、2010年新开工项目偏少、房地产调控导致明年的房地产新开工面积增速下降、融资平台受限后地方政府主导的基建投资增速下降、“十二五”和战略性新兴产业投资在明年只是起步等多方面原因将导致明年的固定资产投资增速将处于相对低位。1000万套保障房的建设计划将成为明年固定资产投资最重要的拉动力量。

政府投资处于“新旧更迭”的过渡期中。四万亿投资的高峰已过。由于今年二季度开始已经限制新开工项目，从项目审批到项目筹备再到形成投资一般需要半年左右的时间，因此今年新开工项目的减少会影响明年上半年的投资增速。从以往经验看，“五年规划”的首年一般是酝酿和准备期，投资高峰一般出现在“五年规划”的第二年和第三年。因此，明年的政府投资由于“新旧更迭”的原因，将会维持相对较低的水平。

房地产调控对房地产开发投资的滞后影响将在明年集中体现。2009年是房地产“去库存化”的一年，住宅销售面积的增速快于房地产开发投资的增速；而2010年二季度以后是房地产“再库存化”的过程，住宅销售面积的增速慢于房地产开发投资的增速。由于从开发商预期改变到调整生产行为需要一个滞后期。因此，房地产调控对房地产开发投资的滞后影响将会在明年集中体现。从图3中可以看出，目前房地产开发投资增速仍然处于历史高位，而开发商调整生产行为导致的房地产开发投资增速回落将会是明年对固定资产投资一个现实的冲击。

区域经济再平衡和保障房建设将是2011年固定资产投资的重要推动力量。2010年是区域规划密集出台的一年，这些规划将会在2011年形成“真金白银”的投资，进而拉动投资增长。另外一个重要的力量是总规模高达1.4万亿的1000万套保障房建设计划，如果建设计划能够得到较好落实的话，保障房建设的提速不仅会对冲掉房地产开发投资的回落，还能够部分承接四万亿投资的结束。

图表 2: 投资增速仍将处于相对低位



数据来源: WIND 资讯、日信证券

图表 3: 房地产开发投资增速将回落

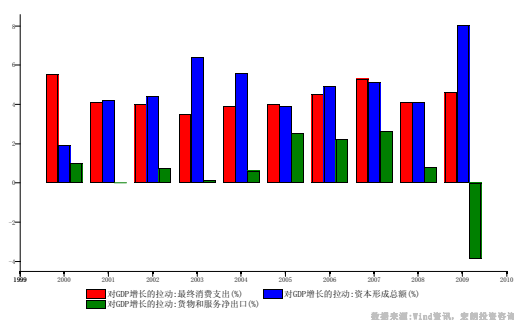


数据来源: WIND 资讯、日信证券

2、消费增速仍将强劲

我们预计2011年消费增速将维持较高的水平。主要得益于下述因素：一是城镇居民收入继续得益于工资快速增长和就业稳定增长。城镇居民的收入增长将受益于公共部门的工资水平上涨以及就业状况的改善等等；农村居民收入将得益于农产品价格上涨、农民工工资提高等。二是政府进一步扩大城镇和农村地区的养老、医疗等社会保障的覆盖面、提高支付标准，这将推动医疗支出的增加，并进而降低居民的预防性储蓄。这些因素都有助于使消费增速维持在一个较高的水平上。

图表 4: 三大需求对 GDP 的贡献



图表 5: 消费增速仍将强劲



3、出口仍然面临不确定因素

出口增速将会有所放缓。原因包括：海外经济复苏弱势，欧美央行调低明年增长预期；人民币实际有效汇率上升，将构成抑制；贸易政策调整，主要包括出口退税政策调整，特别是下调“两高一低”产品退税率，以及加工贸易转型升级，禁止目录扩大等等。从先行指标看，9-10 月加工贸易进口增速已快速降至20%以下，美国PMI 进口订单指数下降明显。综合考虑以上因素，我们预计2011 年出口增长18%-20%，增速较2010 年明显下降。更为现实的冲击在于中国的出口额占全球出口总额的比重已接近10%。美、德、日作为工业制成品的的主要出口国时，出口额占全球的比重都在触及10%这一天花板后开始回落。

贸易再平衡将会使“净出口”下降。进口增长快于出口，预计2011年进口增长将达到22%-25%。根本原因是世界经济复苏的步调不一致，2011年仍将是内需强于外需。此外，从相关部委表态看，为应对人民币升值的压力，明年鼓励和扩大进口、平抑贸易顺差将成为政策面的引导方向。据此，预计明年贸易顺差规模将会继续缩小，支出法核算的净出口对GDP的贡献也将下降。

4、2011年的经济增长轨迹

展望2011年的经济增长轨迹，经济环比增速的轨迹可能会呈现出 “N” 型。一季度由于节能减排风暴结束后，被抑制的工业生产将会出现一个爆发的过程，使得2011年一季度的经济环比增速出

现较明显的回升；之后则会受调控通胀和信贷控制的影响出现回落，这一回落的过程可能会出现在二季度；在通胀得到较好的控制后，调控政策和信贷投放速度再次出现微调，而伴随着“十二五”投资从酝酿走向实施，经济环比增速有望在三、四季度逐季回升。

（三）2011年通货膨胀分析

2010年初时，市场普遍预期通胀的高峰会出现在年中6、7月份，根据从货币洪峰到通胀洪峰的一般传导规律，这一判断是正确的。但二季度的房地产调控、融资平台清理等调控政策给总需求降了温，使得通胀洪峰延后了。但仅仅是延后了通胀洪峰的到来，并不会从根本上消除通胀压力。市场之后又普遍预期通胀水平会在四季度见顶回落，而我们在10月27日的《投资策略周报》中提出了“通胀，这次狼终于真的要来了”的观点，随后11月11日公布的10月份CPI蹿升至4.4%，通胀上升为短期经济运行的主要矛盾；在不少研究机构普遍看好4000点即将到来时，我们在11月8日的《投资策略周报》中提出了“通胀压力过快攀升是后市最大隐患”的观点，随后股市在11月12日出现了拐点。事实证明，我们的研究是具有前瞻性的。

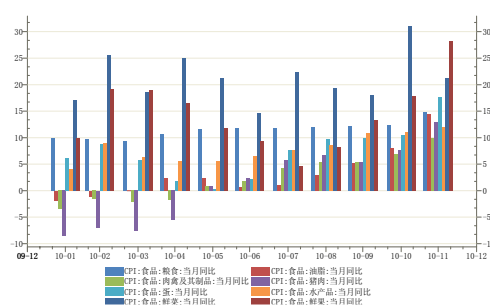
通货膨胀水平的起落是影响2011年股市运行趋势的一个至关重要的因素。焦点问题在于通胀是在2011年一季度上冲后，在二季度出现一个“较高但涨幅趋缓的通胀”；还是会在上半年逐月攀升，在二季度“不仅较高还不断攀升的通胀”。这两种不同的通胀形势会导致完全不同的政策立场，进而会产生完全不同的股市运行格局。坦率地讲，没有科学的预测方法可以精确的测算出明年上半年通胀的运行轨迹。如果有的话，就不会出现今年几乎所有的研究机构集体“失算”当前的通胀形势了。较精确的CPI预测只是前瞻一至两个月的预测。

图表 6：CPI、PPI 双高的局面再现



数据来源：WIND 资讯、日信证券

图表 7：食品通胀的结构分析



数据来源：WIND 资讯、日信证券

1、本次通胀的成因复杂

本次通胀的成因较为复杂。09年货币超发的滞后影响；劳动力成本上升推动中长期物价水平上

涨；城镇化对郊区耕地的侵蚀导致部分农产品出现了供给缺口；不良天气和自然灾害加剧了农产品供给压力；国际大宗商品价格上涨对国内的生产资料价格上涨形成输入和传导；国际农产品价格上涨对国内部分农产品价格上涨形成传导；“柴油荒”导致短暂的供给冲击。既有国际因素，又有国内因素；既有货币因素，又有非货币因素；既有中长期因素，又有短期因素。

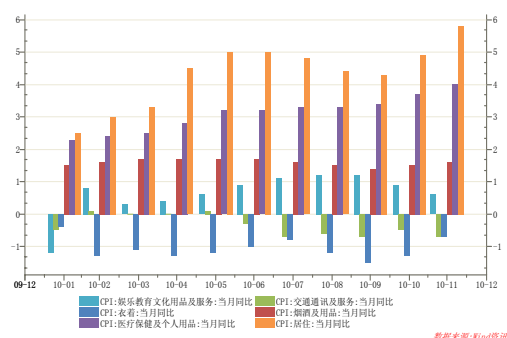
值得注意的是，本次通胀的诸多成因中不包含需求拉动。成因中除了货币驱动这一根本性因素外，其余的是供给冲击、成本推动、国际涨价因素的输入等。这也是当前的通胀区别于04年中、07年底至08年初两次通胀的根本不同。治理本次通胀确实是一个复杂的过程，微观层面的市场化手段和行政限价可以解决供给冲击问题，并短期抑制成本推动因素，但无法解决货币驱动的问题和国际涨价因素的输入问题。“管好流动性总阀门”的政策可以解决货币驱动的问题，但需要一个过程，这个过程需要至少6个月。由于本次通胀不是总需求过热引起的，因而通过加息等抑制总需求的手段治理通胀并非良药。我们判断，明年货币政策的调控仍然将是“重数量、轻价格”。上调存款准备金率、控制信贷投放、发行央票等数量型工具是明年货币政策的主角，而加息等价格型工具只发挥辅助作用。

2、明年通胀形势的大体判断

对于2011年的通胀形势总体的判断是：短期内供给冲击特别是食品类价格走势将起重要作用，中长期还是决定于货币供应的增长。从食品类价格走势看，食品通胀的冲击将在政府的强力干预下，在明年春节后将趋于缓和。从11月份后半月的蔬菜价格连续两周环比下跌幅度高达5.9%和5.4%可以看出，政府微观层面的干预对于控制食品价格上涨还是非常有效的。随着市场机制的自我调整，农民将会增加投入，扩大生产，加之生产周期较短，供给很快就会增长。因此，我们初步判断食品类价格上涨的高峰在明年春节后就会告一段落。由于猪周期的上行，二季度食品价格的上涨主要由猪肉价格贡献。反映更全面通胀水平的非食品价格上涨是政府微观层面干预难以治理的，因此非食品价格上涨的压力将会贯穿整个上半年，等待货币因素消退后，涨幅才会逐步回落。

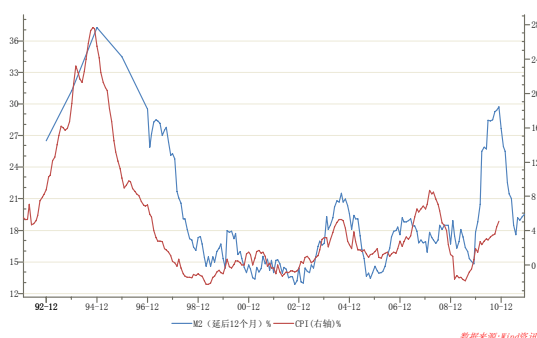
总体而言，我们倾向于认为通胀在2011年一季度上冲后，在二季度出现一个“较高但涨幅趋缓的通胀”。在通胀水平的高点上，我们初步判断明年上半年将会有2-3个月CPI同比增幅在5.0%以上运行。

图表 8：非食品价格上涨压力渐增



数据来源: WIND资讯、日信证券

图表 9：从货币洪峰到通胀洪峰



数据来源: WIND资讯、日信证券

政策图景前瞻：“调结构”仍然是中心

展望 2011 年的宏观经济政策，要以经济周期过渡期和政治周期过渡期的双重视角来看待。经济周期过渡期决定了 2011 年的宏观经济政策不仅立足于继续治理通货膨胀、房价泡沫、融资平台债务风险、产能过剩等后遗症；同时更要立足于为新一轮经济周期打基础，如战略性新兴产业的起航、区域经济的再平衡、基础资源价格改革、收入分配制度改革等。政治周期的过渡期要求 2011 年的经济政策要为平稳过渡而在总体上保持一定的“温和”特征，同时也会为未来十年的经济繁荣而在部分领域“下猛药”。在政策的节奏上，则可能会因为权力博弈而体现出一定的波动性。政治周期过渡期的特征在 2010 年已经有一定的体现，明年会体现得更为明显。

（一）先“观全局”，后“谋一域”

从中央经济工作会议的公报中看，2011 年的政策基调是“调结构、控通胀”，明显区别于 2010 年的“稳增长、调结构、防通胀”。中央经济工作会议的政策基调对于次年股市的运行格局有着非常重要的决定性作用。2006、2007 年的政策基调是“保持宏观经济政策的连续性”，由于政策面的温和，内生性的流动性过剩格局得以延续并造就牛市；2008 年的政策基调是“防过热、防通胀”的全面紧缩，流动性全面收紧并导致熊市；2009 年的政策基调是“保增长”的全面扩张和宽松政策，货币扩张再度造就趋势性上涨行情；2010 年的政策基调是“稳增长、调结构、防通胀”，大部分时段以“调结构”为主，造就了“半边震荡市，半边牛市”的结构性行情。2011 年政策基调是“调结构、防通胀”，那么 2011 年的行情基本上可以比较清晰地看清了，将仍然是在总体震荡情况下的结构性行情，只是由于防通胀地位的提升使得市场会出现阶段性的风险。

（二）通胀环境不同，政策安排有别

1992 年以来，中国的通货膨胀一般只发生在经济过热阶段，如 1993-1994 年、2004 年年中、2007 年下半年至 2008 年上半年。而这一次面临的是经济增速适中情况下的通胀，管理层将在 2011 年上半年面临着两难选择和挑战。与经济过热阶段治理通胀的“全面紧缩”不同，经济增速适中情况下治理通胀的难处在于政策的腾挪空间受到制约。从中央经济工作会议的政策基调中，可以看出两种不同的通胀环境下，政策的安排也有着显著的区别。

表格 1：2011 年政策基调显著区别于 2008 年

2011 年	2008 年
加强和改善宏观调控，保持经济平稳健康运行。明年宏观经济政策的基本取向要积极稳健、审慎灵活，重点是更加积极稳妥地处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期的关系，加快推进经济结构战略性调整，把稳定价格总水平放在更加突出的位置，切实增强经济发展的协调性、可持续性和内生动力。要继续实施积极的财政政策.....加强地方政府性债务管理，坚决防止借“十二五”时期开局盲目铺摊子、上项目。要实施稳健的货币政策，按照总体稳健、调节有度、结构优化的要求，把好流动性这个总闸门.....进一步完善人民币汇率形成机制，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	完善和落实宏观调控政策，保持经济平稳较快发展的势头。要把防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀作为当前宏观调控的首要任务，按照控总量、稳物价、调结构、促平衡的基调做好宏观调控工作。明年要实施稳健的财政政策和从紧的货币政策。.....进一步发挥货币政策在宏观调控中的重要作用，严格控制货币信贷总量和投放节奏.....严格控制新开工项目，防止投资反弹，促使经济增长保持在合理水平。要采取有力措施抑制价格总水平过快上涨.....

资料来源：中央人民政府网站、日信证券

2011 年的“调结构、控物价”显著区别于 2008 年“防过热、防通胀”，明年政策面不会全面紧缩。2007 年底 2008 年初的通胀所处的经济环境是高增长和经济过热，而此次通胀所处的环境是经济增速适中而非高增长。此次通胀尽管成因复杂，但不是由总需求过旺引起的，因此管理层治理本次通胀的政策仅仅是微观层面的行政调节和宏观层面的流动性调节，而不是全面的紧缩政策来抑制

总需求。

（三）“调结构”上升为战略性安排

从十七届五中全会和“十二五”规划建议，再到中央经济工作会议，“调结构”的地位已与之前有了显著的提升。从去年的“加大经济结构调整力度”，上升为了“经济结构战略性调整”。“调结构”将不再是小修小补、零敲碎打，将会有大的动作。在“十一五”期间，经济结构的调整没有发生实质性变化，不是给“防通胀”让路，就是给“保增长”让路，经济结构调整“被稳定”了五年。临近政治周期的更迭，经济结构调整被赋予了更多的内涵，即为未来十年的经济繁荣打下坚实基础。“十二五”期间将是经济结构的战略转型期，明年将会为这一战略转型期做好政策和制度上的准备。这些政策将包括但不限于战略性新兴产业的起航、区域经济再平衡的推进、基础资源价格的改革等。

此外，战略性新兴产业还肩负着“弯道超车”的重任。中央经济工作会议公报中指出“要准确把握世界经济结构进入调整期的特点，努力培育我国发展新优势；准确把握创新和产业转型处于孕育期的特点，努力抢占未来发展战略制高点”。明年积极的财政政策将在支出结构上向新兴产业大力倾斜。

（四）2011 年货币政策前瞻

明年的货币政策总体处于收缩的趋势中。由于通胀因素的扰动，货币政策会在“中性”和“中性偏紧”之间摆动。基本的判断是上半年“中性偏紧”，下半年“中性”。由于货币政策调整的目标是控制流动性，而非抑制总需求，明年货币政策工具的使用将会是以数量为主，以价格为辅。因为数量型工具对于收流动性的效果非常有效，而价格型工具对收缩流动性的效果不直接，还会产生抑制总需求的副作用，加息将只会是一个辅助性工具。

预计 2011 年全年上调存款准备金率 5-6 次，从目前的 18.5% 上调至 21%-21.5%，并大部分出现在上半年；全年新增信贷规模控制在 7.0 万亿左右；全年加息 2 次左右，并很可能有 1 次非对称加息，全年上调一年期存款利率 50BP，一年期贷款利率 25BP。人民币兑美元升值幅度控制在 5% 以内。

1、存款准备金率上调将保持高频度

由于 2011 年面临着国际热钱流入的巨大压力，存款准备金率这项工具肩负着对冲外汇占款增加的重任，是“池子”的重要组成部分。在明年上半年，存款准备金率上调的频度将会保持在 1-2 个月一次。由于目前大银行的超储率已经处于历史最低水平，无法起到缓冲的作用，上调准备金率

对流动性的影响将在上半年集中体现。在 2011 年上半年将会出现宏观流动性偏紧的局面，并成为制约股市尤其是权重板块上涨的主要障碍。

2、新增信贷规模总体回落，但应解读为“中性”

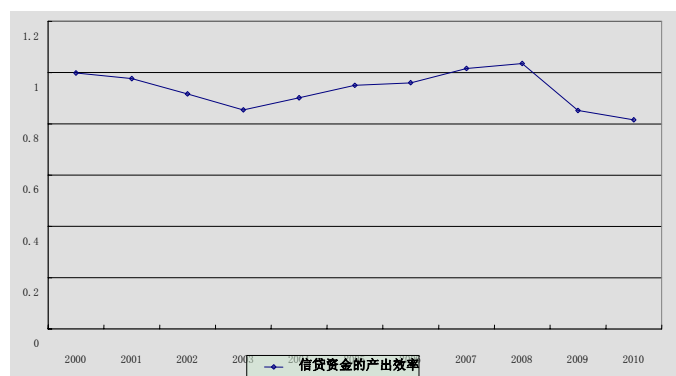
由于对银行表外贷款的严格控制，即使明年的实际新增信贷投放规模超过 7.0 万亿，达到 7.5 万亿，将仍然相对今年是一个明显的回落。但从实体经济增长对信贷的需求看，7.0-7.5 万亿新增信贷的规模应该被理解为“中性”，因为 2010 年的信贷确实是“适度宽松”了。

从信贷资金规模与实体经济增长的关系来分析信贷政策的松紧度。2009 年信贷资金的产出效率（名义 GDP/信贷余额）从 1.03 下滑至 0.85；2010 年信贷资金的产出效率进一步下滑至 0.81。信贷资金产出效率的下滑可以解释为在满足实体经济增长需要之外，还有相当一部分的信贷资金流入虚拟经济中，或是转化为存款滞留在银行体系中。总之，产出效率的下滑是宽松信贷政策的结果。如果 2011 年的信贷产出效率与 2010 年持平，则意味着不再往实体经济以外输送增量的流动性了，意味着信贷政策从“适度宽松”回归为“中性”。根据测算，2011 年名义 GDP 将增长 13.5% 左右，则如果新增信贷规模达到 7.0-7.5 万亿，则存量信贷的产出效率为 0.80-0.81，与 2010 年基本持平，可以解读为“中性”。

3、非对称加息是大概率事件

我们认为，2011 年加息的主要目的是配合数量型工具的使用，以及增加居民储蓄意愿，而非抑制总需求。因此，为避免给实体经济增长带来过多的冲击，上调存款利率而不调/少调贷款利率的非对称加息将是大概率事件。我们预计，2011 年利率调整将是一项斟酌使用的工具，全年加息 2 次，其中包含 1 次非对称加息，一年期存款利率上调 50BP，一年期贷款利率上调 25BP。

图表 10：信贷资金产出效率



资料来源：WIND 资讯、日信证券

流动性评估：总体回落趋势明显

从流动性角度来看，由于 2011 年上半年通货膨胀压力仍是经济调控领域中的最大不确定因素，受制于政策紧缩的结果，2011 年经济体流动性供应将总体回落，体现货币政策从“适度宽松”回归中性的结果。同时，收紧流动性总闸门也并不是完全是控制通胀手段，在“十二五”开局之年强调流动性控制，旨在消除中长期经济运行中的隐含风险。相对来讲，资金面对于股票市场的承托作用明显下降，市场走出资金推动的估值扩张行情难度非常大。不过，资金面的最大变数在于“内紧外松”的国际环境，美欧日会否再次推出货币扩张政策，成为重要看点，需要关注人民币升值、国际热钱走向等重要指标。从国内视角来看，资金静态供求对比也比较紧张，房地产、储蓄资金能否在政策和负利率环境下分流，值得关注。

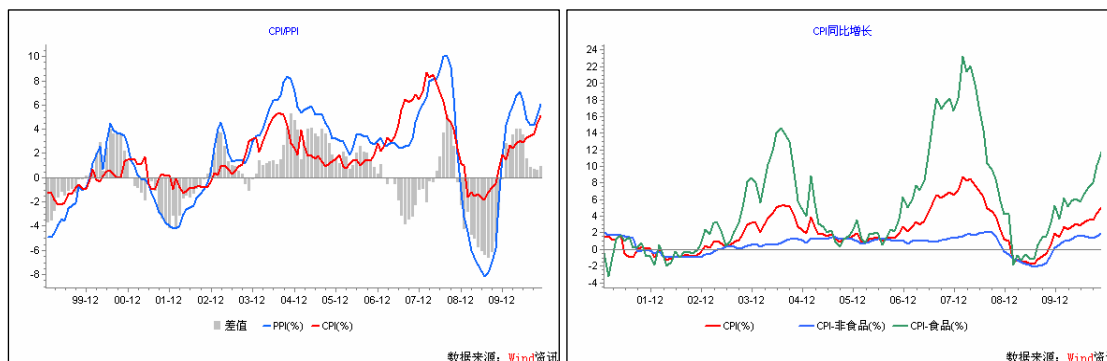
（一）宏观紧缩趋势明显

2011 年货币政策相对前一年收紧的预期已经明朗，流动性供应并不乐观。

政策紧缩的重要指示标志之一是物价走势。按照我们对物价走势的判断，明年 1、2 季度 CPI 继续冲高的可能性较大，并有可能在 2 个月左右时间保持 5%以上的高位。从目前的情况来看，推动 CPI 上行的主要因素来自于食品价格的上涨，在明年二季度前后猪肉价格上行可能成为引导 CPI 上涨的新动力。同时应该看到，目前需求拉动对通胀的带动作用并不明显，不过货币洪峰释放的结果可能使得反映全面通胀水平的非食品价格上涨（目前非食品价格同比涨幅近 2%），在 2011 年成为推动物价上行的新动力。在政策决策的角度观察，“把好流动性总闸门”，控制货币供应量增长，是提前应对通胀的必要手段。

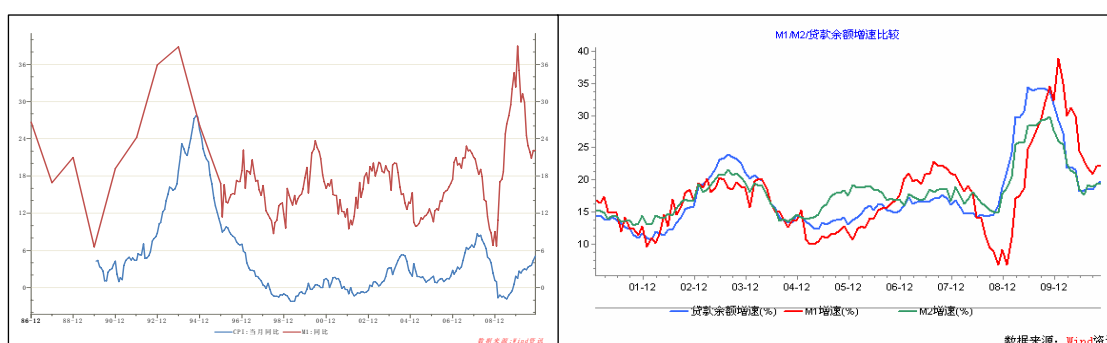
按照货币学派的主要观点，通胀归根到底是个货币现象。在我国，货币供应量与物价指数 CPI 之间也确实存在比较明显的关联关系。如下图所示，M1 对 CPI 一般具有 6-9 个月的领先作用。并且历史经验现实，在货币供应量同比增速超过 20%的情况下，经济领域比较容易出现通胀走势。目前国内 M1 增速仍然超过 20%，M2 全年增速约在 19%，货币供应量仍有继续回归历史均值区间的要求。流动性供给趋势回落的特征将在 2011 年得到延续。

图表 11: 物价上行趋势仍未改变



数据来源: WIND 资讯、日信证券

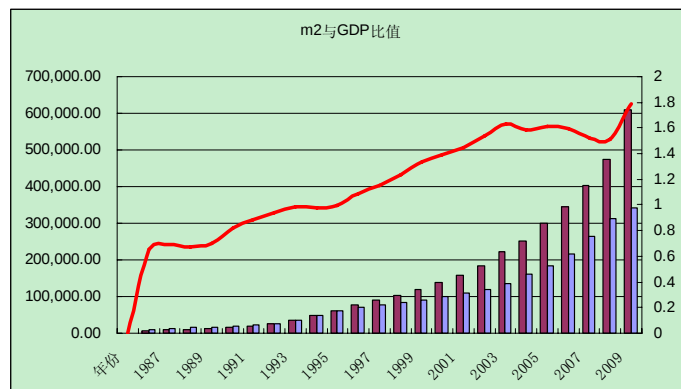
图表 12: 货币供应量有回归均值区间要求



数据来源: WIND 资讯、日信证券

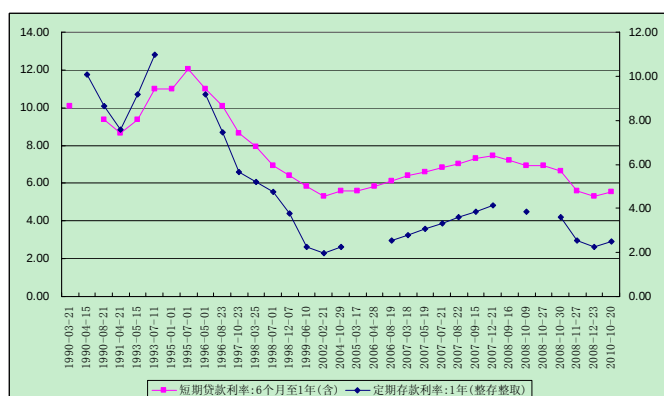
需要指出的是,控制货币供应量并不仅仅是应对 2011 年通胀压力的举措,收紧流动性更多应被理解为降低宏观经济运行风险的中长期政策选择。目前我国 M2 与 GDP 的比重达到历史上最高的 1.79 倍,货币供应量处于历史上最为宽裕的时期。同时,存贷款利率也都处于近十余年周期的低位水平。在经济面趋稳的情况下,充裕资金很可能成为经济稳健运行的风险因素。从适度货币供应量的角度看,09 年货币扩张高峰使货币供应量超过 GDP 增长与物价同比涨幅之和近 20 个百分点,2010 年严格控制信贷投放、提高准备金率等措施使得超额货币供应部分回落到 5 个百分点的水平。但在通胀压力加大背景下,2011 年超额货币供应(自由流动性)回落到 2%左右的低位,可能成为货币政策调控的主要目标。

图表 13: M2/GDP 达到历史最高位



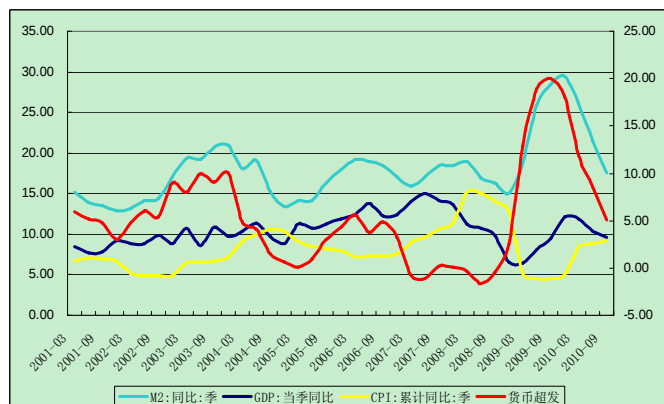
数据来源: WIND 资讯、日信证券

图表 14: 市场利率水平处于周期底部



数据来源: WIND 资讯、日信证券

图表 15: 自由流动性可能继续回落



数据来源: WIND 资讯、日信证券

整体来看, 2011 年流动性供应下滑的趋势基本确定, 预计全年货币供应量 M2 目标将确定在 16% 的水平, 实际货币增速可能从 2011 年的约 19% 下降至 17%。超额货币供应 (自由流动性) 从今年的 5% 下降至 1%-2% 的水平。

新增信贷投放目标确定为相对中性的 7-7.5 万亿水平, 同比增长 15% 左右。但需要注意的是, 7.5 万亿信贷目标可能对实体产生实质性紧缩效应。2010 年信贷目标虽然也在 7.5 万亿元, 但市场存在 09 年底以票据融资和账面存款形式留存的剩余资金, 市场普遍认为 2010 年这部分资金提供了约 2 万亿元信用支持。同时, 在银信清理尚未完成之前, 2010 年还存在一部分以银信合作形式转出表外的信贷资金, 保守估计, 这部分资金规模有 1 万亿左右。也就是说, 2010 年信贷领域并没有真正感受到信贷趋紧的压力, 但 2011 年情况则明显不容乐观。

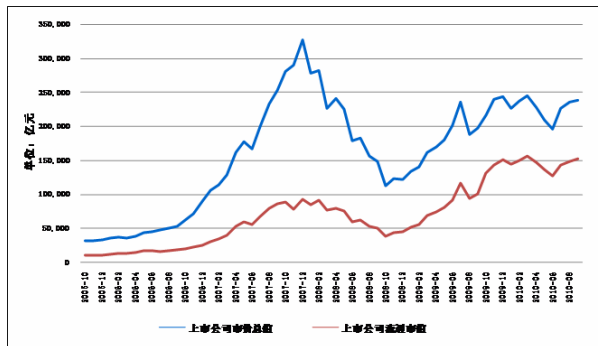
(二) 股市资金供应偏紧

在宏观流动性收紧的背景下, 股票市场资金供求对比也并不乐观。2010 年以综合指数衡量的行情以下跌结束没有悬念, 但在下跌行情背后, 上市公司价值总值和流动市值水平却没有下跌。各类限售股解禁、再融资和新股发行, 反而使得 2010 年上市公司流通市值总额超过 15 万亿元, 达到历史最高值。随着股改完成, A 股流通市值还将继续快速与总市值靠拢, 在 2011 年初达到 20 万亿以上水平。

我们以 A 股流通市值与 M2 的比值, 作为直观衡量市场资金承接力水平的一个指标。该指标数值越小, 表明资金承接力度越强; 反之, 资金承接力越差。计算结果显示, 在 M2 大幅扩张的背景下, 市场流通市值与 M2 的比值已经升至历史最高位, 达到 0.27。资金对于市场的承接能力有明显下降, 2011 年股票市场很难出现基于流动性推动的估值扩张行情。并且, 如果宏观紧缩压力较大, 不排除市场因承接力量有限, 出现进一步下滑的可能性。

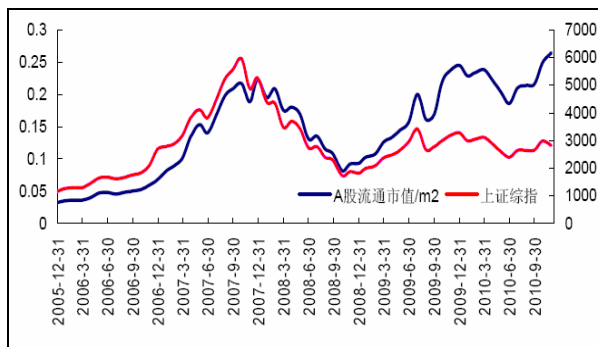
进一步地, 我们根据 Wind 资讯提供的统计数据, 对 2011 年市场资金供求对比作了静态测算, 结果也并不乐观。在股票供应方面, 2011 年股改限售股解禁 366.8 亿股, 对应解禁市值约为 4325.6 亿元; 首发原股东限售股解禁 630.5 亿股, 市值约 11040.7 亿元; 首发机构配售部分解禁市值 212.8 亿元; 定向增发机构配售解禁 3085 亿元。各类解禁股解禁市值总值约 2.35 万亿元。再考虑到明年 IPO、增发、配股等资金需求, 2011 年股票端供给应在 3 万亿元以上, 考虑到部分限售股解禁不一定形成实际抛售, 实际股票供应增量应在 2 万亿元。而在资金供应端, 按照 2010 年资金供应趋势测算, 新基金设立、保险、QFII、券商集合理财、信托、阳光私募等合计提供的资金总额不到 1 万亿元。静态考虑, 2011 年股票市场可能存在约 1 万亿元的资金供应缺口。

图表 16: 流通市值已达历史新高



数据来源: WIND 资讯、日信证券

图表 17: 资金承接能力明显下降



数据来源: WIND 资讯、日信证券

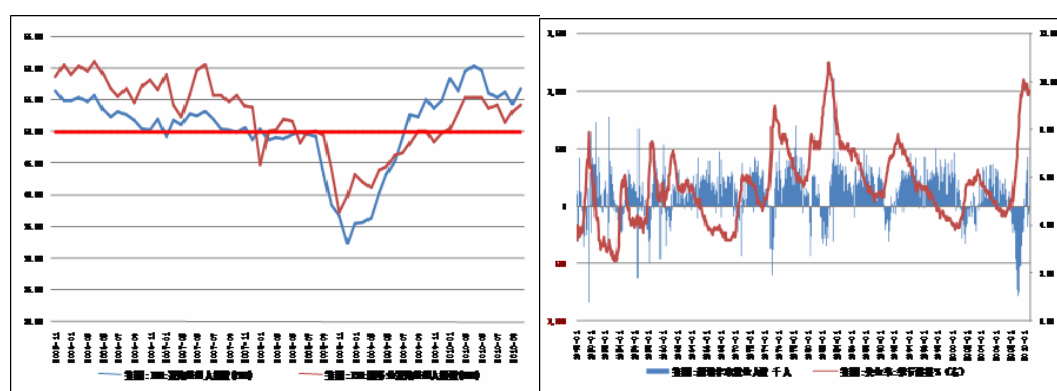
(三) 资金面看点在结构性转移

从上述视角来看, 2011 年紧缩背景下的资金供应存在明显缺口, 行情趋势并不乐观。不过市场资金面情况也并非完全悲观, 在资金流动结构视角上, 市场存在外部资金流入, 弥补供求缺口的可能性, 因此, 需要密切关注国外资金和国内资金结构化转移两大线索。

美国制造业在政府救市政策刺激下出现了企稳迹象, 但复苏势头依然较弱, PMI、ISM 等经济指标尚未明确摆脱震荡, 重启新一轮向上周期的特征尚未显现。更重要的是, 美国经济复苏的势头并没有对就业形成明显刺激, 美国失业率仍处于近 30 年的历史高位。复苏乏力、就业不振, 促使美联储继续推行超宽松的货币政策, 以期经济复苏营造更好的外部环境。虽然美国资产负债表已经在不到两年时间里增长了近 3 倍, 但美联储利率目标显示美国并没有终止宽松货币政策的任何意图。事实上, 在作为全球中心货币角色没有改变的情况下, 通过美元扩张压低利率, 既能为国内企业赢得喘息机会, 也能够通过美元输出转嫁美国国内矛盾, 这对美联储来说仍是最佳政策选择。尤其在现实操作层面上, 美国的货币扩张目前尚未遭遇瓶颈, 中国、日本、英国等并没有停止购买美国国

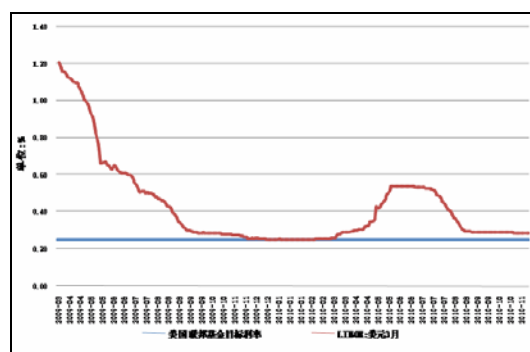
债行为。欧洲市场更加糟糕的就业和经济数据，更在根本上限制了美元指数走弱（美元遭市场抛弃）的空间。可以看到，美国重启 QE2 之后，并没有带来美元指数更大的下跌空间，美元反而在 80 点附近寻底成功，并重现震荡向上趋势。全球货币扩张趋势仍在延续，经济复苏乏力趋势下的“货币贬值竞赛”也没有结束。虽然国内货币紧缩趋势确立，但国际流动性扩张仍在，国内外市场收益率的差别将对资金流向产生重要影响。如果热钱流向国内推动人民币重现升值趋势，资金供应缺口将迅速得到弥补，甚至可能出现流动性阶段过剩的局面。

图表 18: 美国 ISM 制造业指数和失业率



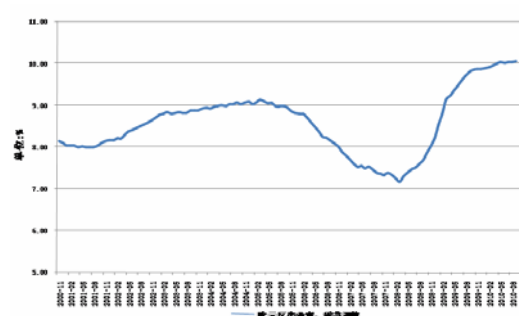
数据来源: WIND 资讯、日信证券

图表 19: 美国目标利率和 3 月 LIBOR



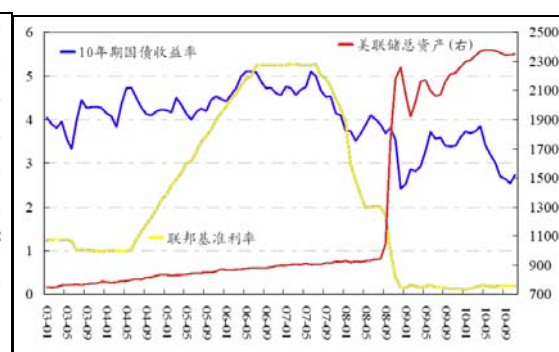
数据来源: WIND 资讯、日信证券

图表 21: 欧洲失业率



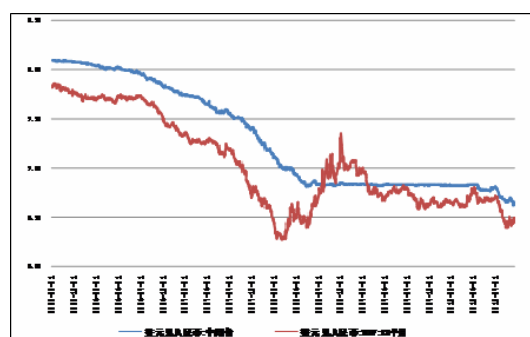
数据来源: WIND 资讯、日信证券

图表 20: 美联储总资产持续扩张

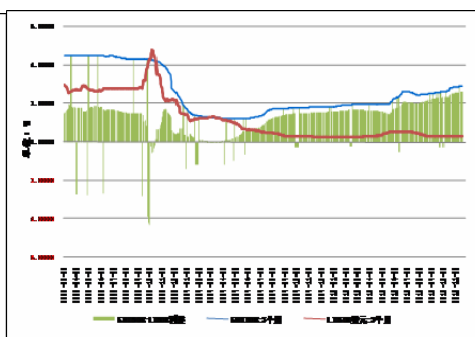


另外，国内流动性结构性转移的趋势也值得注意。应当看到，目前国内流动性整体仍处于相对过剩状态，表现为自由流动性水平仍在 5% 以上高位，也表现为货币供应量对 GDP 的比值超越历史新高。但在过去两年里，流动性更多流向供给面存在明显瓶颈的房地产、古玩字画、高档消费品等投资品市场。如果投资品市场趋势发生逆转，比如房地产市场调控政策继续升级，迫使部分房地产投机资金撤出，以最保守的比例估计，这部分资金也足以弥补股票市场的资金供应缺口。而加息背景下的债市资金分流、负利率环境下的储蓄资金分流等，也都是值得关注的资金供应来源。

图表 22：人民币兑美元及 NDF 走势



图表 23：中美利差走势



数据来源：WIND 资讯、日信证券

市场判断：宽幅震荡 转型牛市

市场走势是多方面因素复杂博弈的结果，2011 年影响市场走势的因素将更为复杂。

在经济层面上，来年经济仍处于上一轮增长周期尾声和新一轮周期的起始阶段，全新增长周期并没有开始。经济周期过渡期的特征将继续呈现，清理遗留问题和孕育全新增长动力，是来年经济领域的典型特征。反映在经济增长结果上，我们判断周期过渡期的经济增速将有所回落，GDP 增速应在 9% 左右。

政策面的两大核心是“调结构”和“控通胀”，经济结构调整已经上升为“十二五”期间的国家战略性安排，与此前的小修小补不同，近年来资源、环境、经济增长动力约束力明显提升，转变发展方式已经成为未来十年经济稳定发展的前提条件。作为“十二五”开局年，明年需要为未来战略转型完成制度和政策上的准备工作，战略新型产业启航、区域平衡发展、资源能源价格改革、收入分配体制改革等基础性工作，将渐次铺开。控制通胀的压力依然较大，但与 2008 年全面过热环境下的控通胀不同，目前经济面并未呈现需求大幅扩张局面，且存在转型期的稳定需求，因此，明

年政策面不会全面紧缩，治理通胀将更多通过微观层面的行政调解和宏观层面的流动性控制，而不会简单全面收紧总需求。但在 2011 年上半年，非食品类价格上涨仍有带动 CPI 进一步冲高的可能性。通胀问题的核心在于，上半年 CPI 冲高之后能否出现流动性因素弱化后的逐步回落，如果出现，那么政策紧缩及行情的压力将大为缓解。

流动性方面，明年流动性充裕度将进一步下降，对股票市场的支撑力度下滑，市场很难走出基于资金支撑的估值扩张行情。同时，股票市场规模扩大，使得资金供应相对减少，不排除在紧缩环境下流动性供应不足导致市场进一步向下寻求支撑的可能性。而静态测算市场资金供求的结果也表明，明年市场资金供应的缺口大约在 1 万亿元左右。不过，我们也不因流动性问题而对行情完全悲观，全球货币扩张的趋势仍然存在，人民币升值预期对外围资金的吸引力并未减弱；国内房地产市场、债市、储蓄资金也存在特定条件下结构性转移流向股市的触发机制。一旦股市形成阶段性强势格局，不排除资金供应短期超越市场预期的可能性。

由于来年市场很难形成由某一因素主导行情涨跌的趋势特征，我们判断 2011 年市场整体将是宽幅震荡的特征，反映经济结构转型、受益政策扶持的行业公司仍会是市场投资机会的主要来源。虽然周期类股票基于低估值和政策变动，也有阶段性表现机会，但其持续性并不会十分长久。

上证综指核心波动区间应当处于 2600-3500 点之间。2010 年指数跌破 2600-2700 点平台，是货币政策收缩、房地产调控、经济增速下滑等多重因素引起市场对经济二次探底担忧之后的结果。在 2011 年，市场向下的空间取决于监管部门对于通胀和经济增长之间的取舍，如果通胀问题上升为宏观领域最主要矛盾，降低经济增速、压制投资成为政策主导方向，指数跌破 2600 点，向下寻求支撑的可能性很高。不过，从 3 季度以来政策应对通胀的思路来看，管理层并没有任何通过压低增长来控制通胀的意图，经济增长风险仍然可控。同时，在市场内部银行、石化、地产、煤炭等周期品种普遍处于历史估值最低位，尤其房地产板块股价相对净资产已经普遍出现 30-50% 以上的折价。也就是说，如果没有来自宏观面的较高风险，可以认为，它们的股价继续大幅向下的空间非常有限，这也是构成指数在 2600 点支撑的重要因素。

不过我们认为，指数向上的空间也相对有限，来年市场越过 3478 点的概率很低。我们认为，3478 点代表了在原有经济周期尾段，市场依靠政策刺激、货币扩张和自身弹性等实现修复反弹的能力极限，在没有开始新的经济增长周期之前，这个点位不具备被市场突破的能力。尤其在可以预见的 2011 年，经济增长与通货膨胀之间的矛盾还没有完全化解，消除上一轮周期遗留问题和培育全新经济增长点之间仍然存在较大不确定性，股市很难获得来自基本面的持续有力支撑，指数上行空

间也必将因此受到明显压制。

从运行节奏来讲，目前至春节前是较好投资窗口。原因在于，行政化手段引导通胀环比下降，政策紧缩预期减弱，而年初往往是信贷释放高峰，流动性环境宽裕，限产措施的消除将为经济带来快速反弹向上契机，市场面临较好的投资环境。此后，随着物价指数逐步冲高，一季度调控通胀需求逐步提升，信贷控制的影响将逐步在经济面得到显现，经济增速下滑，应维持防御状态。下半年，随着货币因素对通胀的影响力弱化，通胀数据高位回落，紧缩政策松动，“十二五”规划从酝酿到付诸实施，经济环比逐步企稳，市场重现结构性表现机会。

行业配置建议：继续跟踪转型

总体思路：在“调结构”的大背景下，市场主要的投资机会仍然集中在反映经济转型的战略性新兴产业中。周期性行业的投资机会仍然只是阶段性的，择时是关键。消费品行业的机会在于震荡消化估值压力后的再度兴起。

行业轮动节奏预判：

一季度重点布局新兴产业，把握主题性投资机会。

二季度立足于防御。

下半年把握周期性行业的阶段性机会；新兴产业在政策预期兑现后的分化；消费品行业震荡消化估值压力后的再度兴起。

表格 2：一级行业配置建议

一级行业	配置建议	行业景气	估值与成长性	配置比例	推荐子行业
机械设备	超配	+	+	12.39%	除工程机械以外
信息设备	超配	+	+	3.74%	
房地产	超配	+	+	8.30%	
建筑建材	超配	+	+	8.33%	水泥
商业贸易	超配	+	+	5.63%	
轻工制造	标配		+	0.96%	造纸、家具

家用电器	标配	+		1.25%	
电子元器件	标配	+	-	2.08%	
有色金属	标配	+	-	4.42%	铜、锡、稀土、钨、 锑、钼、锆
农林牧渔	标配	+	-	1.50%	
信息服务	标配	+	-	2.70%	
医药生物	标配			4.66%	生物制药
食品饮料	标配			3.82%	
采掘业	标配			14.63%	
服装纺织	标配			1.08%	家纺
公用事业	标配			2.83%	环保
金融服务	低配	-	+	12.19%	保险
黑色金属	低配	-	+	1.03%	
交运设备	低配	-		2.06%	
化工	低配	-		3.69%	
交通运输	低配		-	2.09%	航空
餐饮旅游	低配		-	0.23%	
综合	低配		-	0.39%	

注：配置比例以各行业流通市值占全部 A 股流通市值的比例为基准（2010 年 12 月 22 日），超配行业的配置系数的 2.0，标配行业的配置系数为 1.0，低配行业的配置系数为 0.5。

表格 3：战略性新兴产业配置建议

一级行业	配置建议	推荐子行业
节能环保	超配, 强烈推荐	变频改造、余热余压利用、固废处理、脱硝
高端装备制造	超配, 强烈推荐	航空装备、轨道交通装备、海洋工程装备、数控机床、 采矿设备
新一代信息技术	超配	集成电路、新型显示、高端软件、高端服务器等核心 基础产业；物联网；数字虚拟技术

生物	超配	生物制药、生物育种
新能源	超配	核电、智能电网、特高压、光伏产业
新材料	标配	稀土功能材料、高性能膜材料等新型功能材料
新能源汽车	标配	驱动电机和电子控制系统、充电桩和充电站

（一）行业景气比较

按照我们基于宏观驱动力角度的行业划分进行从上至下的行业比较，并结合行业研究员的策略建议进行从下至上研究的汇总。

1、投资品行业

2011 年基建投资和房地产开发投资增速的回落将会对投资品行业产生负面影响。钢铁、水泥、工程机械、重卡、化工的需求增速将不可避免的出现回落。2011 年投资品行业难以出现趋势性的机会。局部的机会在于部分行业的新增产能受限及落后产能淘汰后的供需关系改善，最典型的是水泥行业。

2、消费品行业

2011 年消费增速仍然将维持强劲水平。劳动力成本的上升、通胀环境下名义工资的内生性提高、社会保障制度的完善是维持消费增速维持强劲水平的动因。

房地产销售面积将会经历被压抑后的爆发，开发商的业绩会在调控常态化的政策环境下好于 2010 年，房地产行业的盈利水平会较今年有较大提升。但由于房地产板块几乎完全被政策博弈主导，估值修复的机会还要看调控政策能否会边际改善。

对于房地产的下游行业而言，家用电器、家纺、家具行业的放量时间一般滞后于房地产销售面积的放量时间 6 个月左右，这些行业的业绩将会在 2011 年下半年有明显提升。

乘用车行业的景气度会有所下降。尽管乘用车销量仍然会维持较高水平，但 2011 年是乘用车新增产能大量释放的一年，产能的增长速度会快于销量的增速，进而使乘用车行业总体的产能利用率下滑，影响行业的毛利率和盈利水平。

纺织服装行业受制于高棉价带来的成本端冲击，盈利水平将受到负面影响。在子行业方面，主要看家纺和品牌服装。

商业贸易在稳定增长的基础上，受益于消费水平的升级和通胀带来的边际消费倾向的提升。在子行业上，百货优于超市。

医药生物行业的高成长性毋庸置疑的，但短期的冲击和变数在于《药品价格管理办法》出台

对医药行业业绩的负面影响。子行业方面，中药和生物医药仍是首选。

3、上游行业

有色金属行业（基本金属）的正面驱动因素较为明确。美联储 QE2 的实施、欧债危机的缓解将会使美元走弱和大宗商品价格继续走强成为大概率事件，基本金属的催化剂和驱动因素是较为明确的。小金属主要受益于新兴产业规划，中国优势金属受益于定价权的争夺，正向利好因素在 2011 年仍然存在。

表格 4：宏观驱动力角度的行业划分

宏观驱动因素	一级行业
投资	黑色金属、化工、建筑建材、机械设备、采掘业、有色金属、交通运输、交运设备（商用车）
消费	房地产、交运设备（乘用车）、医药生物、食品饮料、家用电器、服装纺织、餐饮旅游、商业贸易
出口	轻工制造、服装纺织、机械设备、交运设备（船舶）、交通运输
通胀	采掘业、有色金属（基本金属）、农林牧渔、食品饮料
货币	金融服务、房地产
技术进步	信息设备、信息服务、电子元器件、有色金属（小金属），以及各战略性新兴产业

资料来源：日信证券

煤炭行业中长期的趋势受制于重化工时代的终结和火电地位的弱化，煤炭板块难以出现趋势性行情。阶段性的机会在于煤炭价格的上涨，但政府已经限制重点合同煤价格，可能采取的进一步限

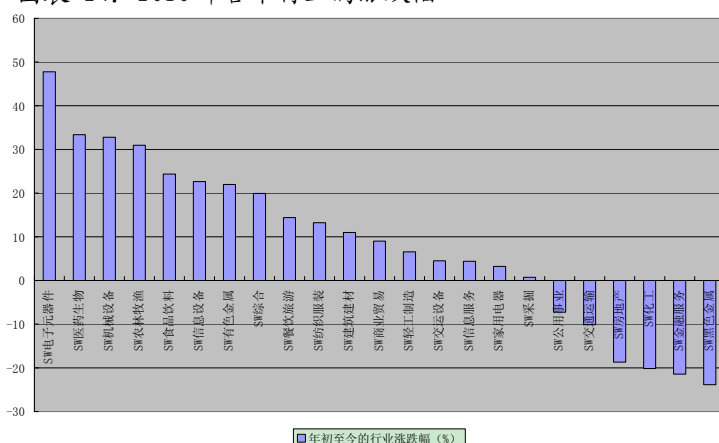
价措施将会对煤炭价格上涨形成制约。阶段性行情的驱动因素和催化剂在于原油价格的上涨。

农业行业正在经历前所未有的变革。渡过初级劳动力的刘易斯拐点之后，农业行业将发生深刻的变革，农业实际从业人员减少，生产集约化逐步推进，先进生产技术推广应用加快，生产集约化发展和农产品价格长期走高成为趋势。为应对长期通胀压力，2011 年政府将在农业生产上下大力气，这将使部分子行业受益。

4、其他

金融服务业。银行业将会经历货币政策回归常态和监管要求趋紧的双重不利影响。非对称加息、上调存款准备金率、信贷额度控制将会使银行的业绩增速明显放缓；拨贷比、资本充足率等监管要求的继续趋紧将负面冲击银行的业绩增长。保险行业收益于加息与人民币升值的双重利好。证券业的业绩仍然难以明显改善。此外，根据宏观研究的结论，2011 年人民币兑美元升值将得到 5% 左右。航空、保险、造纸等行业将会从中受益。

图表 24：2010 年各个行业的涨跌幅

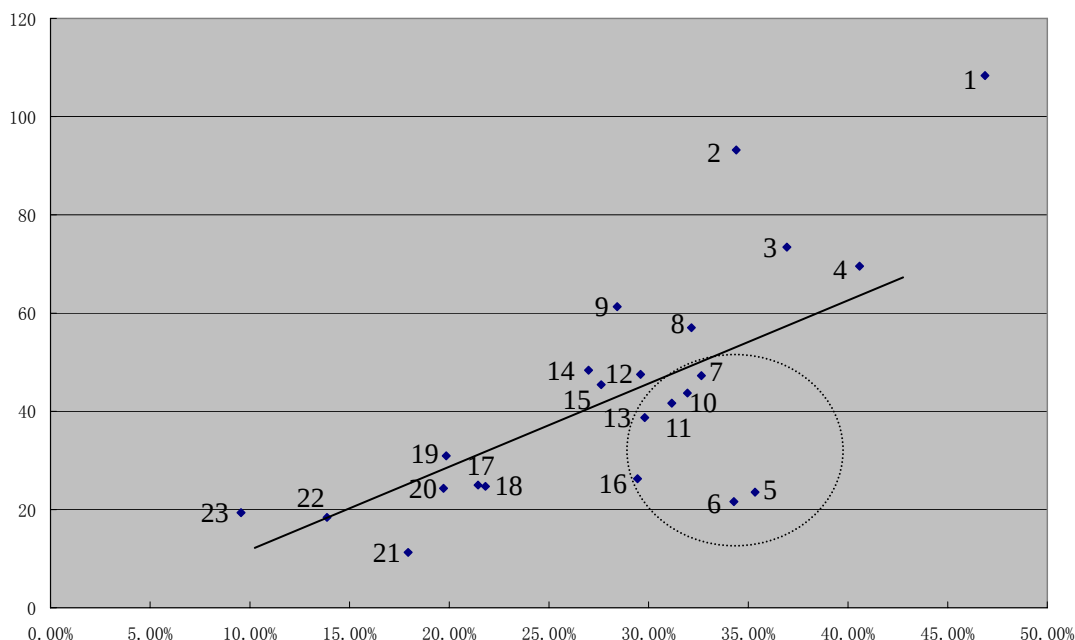


数据来源：WIND 资讯、日信证券

(二) 估值与成长性比较

取 2010 年 12 月 22 日股价，计算各个行业的滚动市盈率（整体法）。2011-2012 年各个行业的预测净利润（整体法）的复合增速作为该行业的成长性，对 23 个一级行业进行估值与成长性比较。

图表 25: 估值与成长性比较

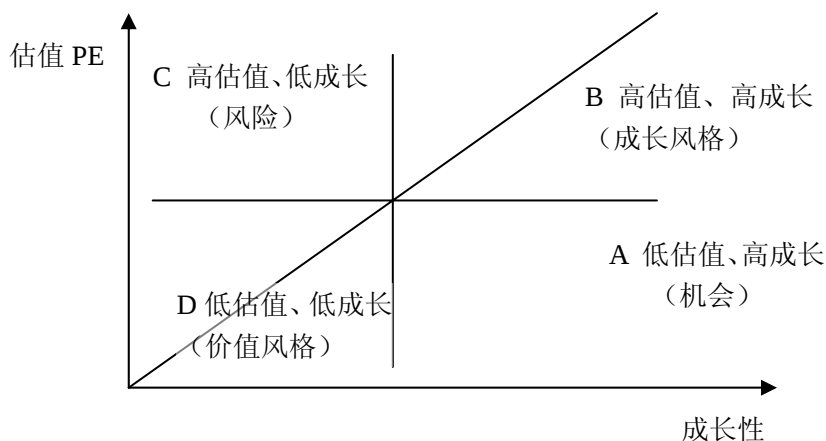


数据来源: WIND 资讯、日信证券

图中标志的含义

- 1 电子元器件; 2 农林牧渔; 3 有色金属; 4 信息服务; 5 房地产;
6 黑色金属; 7 信息设备; 8 综合; 9 餐饮旅游; 10 轻工制造;
11 机械设备; 12 医药生物; 13 商业贸易; 14 纺织服装; 15 食品饮料;
16 建筑建材; 17 交运设备; 18 家用电器; 19 公用事业; 20 化工;
21 金融服务; 22 采掘业; 23 交通运输。

图表 26: 估值与成长性比较的逻辑



通过估值与成长性的比较，可以得出以下结论：

(1) 相对估值水平最具有吸引力的行业是房地产；

(2) 相对估值水平比较有吸引力的行业包括 6 个：黑色金属、信息设备、轻工制造、机械设备、建筑建材、商业贸易；

(3) 成长风格的有 2 个：电子元器件、信息服务；

(4) 价值风格的有 5 个：金融服务、采掘业、家用电器、交运设备、交通运输；

(5) 处于风险区域的有 3 个：农林牧渔、有色金属、餐饮旅游；

(6) 处于中间地带的有 6 个：医药生物、食品饮料、纺织服装、公用事业、化工、综合。

(三) 战略性新兴产业的比较

战略性新兴产业涉及 7 个大行业，50 多个细分子行业，通过对《国务院关于加快和培养战略性新兴产业的通知》中关于各个细分行业政策表述的比较，初步对这几十个细分行业的重要性程度进行分类。按照重要性程度，我们把新兴产业的细分行业分为五类，分别是：重点、次重点、正面、中性、偏负面。

表格 5：战略性新兴产业各细分子行业的政策定位

产业定位	具体子行业
支柱产业	节能环保、下一代信息技术、生物、高端装备制造
先导产业	新能源、新能源汽车、新材料
重点子行业 (重点、着力)	高效节能技术装备；生物育种；以干支线飞机和通用飞机为主的航空装备；集成电路、新型显示、高端软件、高端服务器等核心基础产业；动力电池、驱动电机和电子控制系统。
次重点子行业 (大力)	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；数字虚拟技术；轨道交通装备、海洋工程装备；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；高能效、低排放节能汽车。

正面表述的子行业 (积极、加快)	煤炭清洁利用、海水综合利用；绿色农用生物产品；空间基础设施建设、智能制造装备；核能产业；高品质特殊钢、新型合金材料、工程塑料等先进结构材料；资源循环利用关键共性技术、废旧商品回收利用体系；重要基础设施智能化改造、三网融合、信息网络基础设施；先进医疗设备、医用材料等生物医学工程产品；海洋生物技术及产品；太阳能发电、智能电网。
中性表述的子行业 (推进、建设、提高、示范、促进)	先进环保技术装备、节能环保服务；新一代移动通信、下一代互联网核心设备、物联网、云计算、软件服务、网络增值服务、文化创意产业；生物制造关键技术；卫星及其应用产业；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，纳米、超导、智能等共性基础材料；插电式混合动力汽车、纯电动汽车、燃料电池汽车。
偏负面表述子行业 (有序推进、因地制宜)	风力发电、生物质能。

资料来源：中央人民政府门户网站、日信证券

在此基础上，结合各个行业自下而上的研究，我们在七大战略新兴产业中，首推节能环保和高端装备制造两个行业，其他五个行业则建议关注细分行业的机会，并把握政策出台先后顺序导致的行业轮动机会。对于政策出台的先后顺序，我们认为节能环保、高端装备制造、新一代信息技术、生物、新能源相关细分行业的政策将会在上半年陆续出台，而新材料和新能源汽车的产业政策则会在稍晚的时候才会出台。

表格 6：战略性新兴产业的配置建议

一级行业	配置建议	推荐子行业
节能环保	超配, 强烈推荐	变频改造、余热余压利用、固废处理、脱硝
高端装备制造	超配, 强烈推荐	航空装备、轨道交通装备、海洋工程装备、数控机床、采矿设备
新一代信息技术	超配	集成电路、新型显示、高端软件、高端服务器等核心

		基础产业；物联网；数字虚拟技术
生物	超配	生物制药、生物育种
新能源	超配	核电、智能电网、特高压、光伏产业
新材料	标配	稀土功能材料、高性能膜材料等新型功能材料
新能源汽车	标配	驱动电机和电子控制系统、充电桩和充电站

2011 年二十大金股

十大价值股：首开股份、华业地产、中国平安、招商银行、盐湖钾肥、恒瑞医药、苏宁电器、张裕 A、贵州茅台、东方电气。

十大成长股：龙源技术、先河环保、海陆重工、山东墨龙、智光电气、烽火通信、长盈精密、浙江阳光、顺络电子、厦门钨业。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有,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。如引用发布,需注明出处为日信证券研究部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。