

破 茧

2012 年 A 股市场投资策略

投资要点

1. **2011 悖论，强经济，弱股市。**尽管 2011 年经济仍然保持 08 年以来的高速增长，但政策退出与经济自然增长动力不足的担忧从未消除，从而呈现强经济弱股市特征，市场机会乏善可陈，其深层次含义为 08 年本应进行的行业清算过程被暂时延后，只有接受并顺应自然的清算过程，经济和股市才可能迎来破茧重生机会；

2. **中观视角下的兴衰：**行业清算过程再次展开。货币在上轮行业兴衰过程中充当了核心角色，但 2010 年下半年以来货币充裕、低利率背景下的高级生产领域过度扩张正面临实质性制约，即**总储蓄率见顶、实际购买力再次下降和资本形成见顶**，多数偏离终端消费的高级生产领域如工业、原材料和金融资产类，过度扩张后的调整过程很难再次避免；行业清算过程中，**盈利将普遍下滑且差异缩小；价格下滑，尤其是偏离终端消费的产能过度扩张领域；行业之间对流动性由争夺到需求降低**，其中对**流动性需求的降低预示清算接近尾声**，2012 年多数时间将处于清算调整进程之中；

3. **不同背景下，政策对清算的应对措施不同。**我们列举了海内外政府常见的应对清算的工具箱，通过比较中国前三次应对措施及影响，认为在经济不出现失速下滑的背景下，**具备顺应清算大趋势的条件，且其应对方向很可能由历次的硬件投资向软件投资转变**，即公共服务由基础设施为主逐步向软件服务转变，同时致力于修正此前过度扭曲的行业结构，这将成为 2012 年甚至多年的市场趋势性机会；在经济因意外冲击失速背景下，行业清算过程很可能因政策因素再次延后，缚茧过程。

4. **证券市场将率先受益于清算结束，破茧重生机会存在。**清算完成之前，对流动性的争夺难以避免，股市作为资产市场可能再次呈现明显的“**季度效应**”特征，即季初季末可能是重要转折点时期；**清算过程一旦接近尾声**，货币需求降低、资金结构再次长期化、产业资本在实业领域资金结构未长期化之前，暂时驻足股权市场的行为，都将使**股票市场具备率先破茧机会**，从而呈现相对**弱经济，强股市**的特征；从资金预期收益率角度，按照托宾 Q 和简单贴现的方法给出的指数参考点下限为 2200 至 2300 区域，上限为 2900 至 3100 区域；

5. 清算背景下的行业机会：

1) 高级生产领域中多数仅具备反弹机会，关注其下游行业成本改善带来的机会；部分新型高级生产领域仍有投资价值，如天然气开采、核电、海工以及北斗系统产业链。2) 靠近消费的低级生产领域，政府消费可能由硬件向软件转变，公共服务中如公共安全、医疗卫生、生活垃圾处理、环境监测服务、信息服务、智慧城市等值得关注；个人消费领域里，食品饮料行业的投资标准在于定价能力和质量品牌，如高端白酒、奶制品，以及部分渗透率较低的产品，如速冻食品、葡萄酒、保健食品；家庭耐用品中，值得关注的如户外服装、家纺、冰箱、医疗保健设备等；日化产品中关注仍具扩张潜力的日化保健品；服务类产品整体渗透率较低，成长空间较大，推荐智能信息服务、医疗服务、影视娱乐、体育旅游等。

证券分析师： 郭艳红
执业编号： S0360210030002
Tel: 010-66500855
Email: guoyanhong@hczq.com
联系人： 胡国鹏 李虹蓉 钟青
Tel: 010-66500819
Email: huguoneng@hczq.com

相关研究报告

《争夺流动性尚未结束，市场整体机会依然有限》A 股策略周报 2011/11/27

《货币抑制接近谷底，政策预期略有转变，短期反弹》A 股策略周报 2011/10/16

《等待货币、库存及价格机制正循环信号》四季度投资策略 2011/10/09

《等待拨云见日，短期虽谨慎中期偏乐观》A 股市场月报 2011/09/04

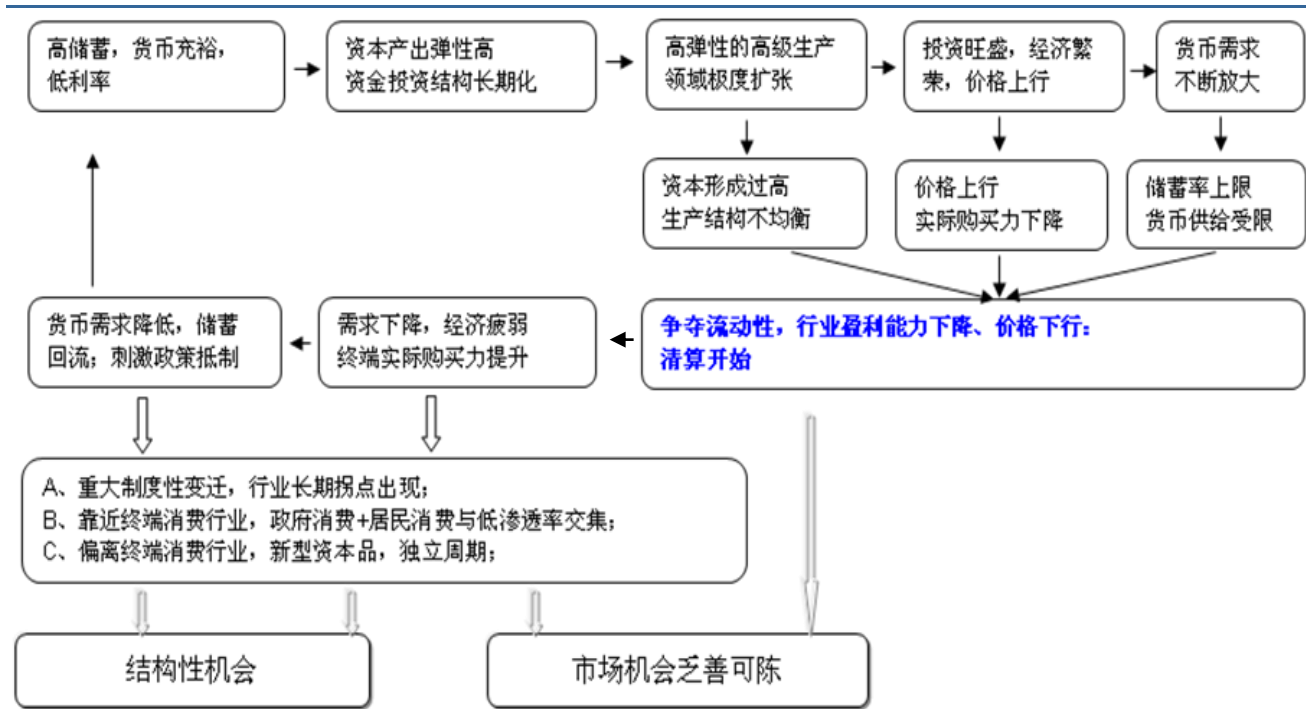
《关注原材料行业景气顶点的到来》A 股市场月报 2011/07/31

《Hit And Run 策略，分享最后的投资超预期快餐，布局结构转型长宴》中期投资策略 2011/07/01

《经济改善空间有限，市场反弹持续性不足》A 股市场月报 2011/06/06

《紧缩政策“加时赛”，影响力度不改趋势》A 股策略周报 2011/04/17

逻辑框架图



关键词：

高级生产领域

为满足终端消费需求提供工具或材料的行业，包含大部分工业类、原材料及部分金融类，往往具备资本密集型特征，资产类如地产和股票市场作为土地和产业所有权的市场也属于该领域，这些行业最受益于货币充裕带来的影响。

低级生产领域

直接满足消费需求的领域，提供最终消费品；

资金结构长期化：资金成本较低时，企业家利用低成本资金投资于周期较长的高级生产领域，以获得规模收益或等待繁荣期享受量价倍增的过程。

清算

某种扩张方式达到顶点或基础条件逆转后，一系列反向运动过程。

目 录

一、2011 悖论：强经济下的弱股市	5
（一）未完成的行业调整清算	5
（二）政策退出过程的证券市场难有出色表现	5
（三）货币催化调整清算活动展开	7
二、中观视角下的兴衰，行业调整清算再次展开	7
（一）起点：货币条件是影响产业的基础之一	7
（二）扩张：高级生产领域极度扩张	8
（三）上限：扩张的天花板	10
1、消费--储蓄偏好的再选择，货币供给受限	11
2、资本形成占比天花板，经济结构均衡角度的限制	11
3、消费需求及实际购买力对高级生产领域扩张的制约	11
（四）清算：回到起跑线	12
1、行业盈利能力普遍下滑，收益差距缩小	12
2、价格普遍下滑，资本品更大跌幅。	13
3、行业对流动性由争夺到需求降低	14
三、背景不同，政策应对清算措施不同	16
（一）政策工具箱	16
1、应对经济调整的一般措施	16
2、中国历次应对危机的措施。	17
（二）08 年刺激政策对高级生产领域的放大	18
（三）机会：制度改革的可能	19
1、经济调整过程，一般伴随重大改革性机会，从而酝酿重大拐点性机会	19
2、弥补或纠正此前结构问题带来的机会。	19
四、证券市场破茧机会	20
（一）清算之前的市场波动	20
（二）清算之后：弱经济、强股市	20
（三）参考点：下限 2200-2300，上限 2900-3100	21
1、产业资本角度的参考点：2200 至 3100	21
2、贴现角度的参考点：2364 至 2922	22
五、清算过程中的行业机会	22
（一）多数资本品仅具反弹机会，关注新型工业品	22
（二）消费品关注渗透率	23
六、选股思路 ---把握 2012 年的确定性事件机会	23
（一）市场背景	23
（二）选股思路	23
1、当前经济背景下的受损部门和整体增速下移的部门保持谨慎。	23
2、居民消费扩张确定性高。	24
3、政府投资和政府需求确定性较高的行业。	24
4、受益于社会进程推动行业，也具有较高的确定性。	24

图表目录

图表 1 信贷与项目投资为刺激政策核心	5
图表 2 政策退出过程股市乏力：道指 1937	6
图表 3 政策退出过程股市乏力：上证 1993	6
图表 7 时间偏好极度失衡：储蓄率超 50%	8
图表 8 两次外部冲击导致的储蓄被动提高	8
图表 10 高级生产领域的设备产出显著高于消费品产出	9
图表 11 产出弹性普遍下降，投资效率显著降低	9
图表 12 高级生产领域的资本品和原材料行业对杠杆的应用：资产负债率	9
图表 13 高级生产领域的资产和产值扩张：周期上行过程的盛宴	10
图表 14 实际购买力抑制：终端消费天花板	11
图表 15 总储蓄率抑制：很难大幅提高	11
图表 16 生产结构限制：资本形成占比继续提到带来结构风险	12
图表 17 主要经济体 2009 资本形成占比	12
图表 18 行业盈利能力差异依然巨大，趋同难以避免	13
图表 19 行业盈利能力变化体现：各行业在周期中的表现	13
图表 20 PPI 波幅远超 CPI	14
图表 21 资本品价格波幅远超消费品	14
图表 22 国内对流动性的争夺愈演愈烈	15
图表 23 美国市场对流动性争夺	15
图表 26 反清算过程，政府“掠夺”占净私营产值比重	17
图表 27 中国政府消费的冲动	17
图表 28 中国近三次投资计划中关键行业表现	18
图表 29 08 年刺激政策对生产结构的冲击：过度投资加重	18
图表 30 历次经济调整过程中的制度改革	19
图表 31 2010 年以来的上证指数季末效应：阶段性转折点	20
图表 32 中国 90 年代的实体与股市	21
图表 33 90 年代后期股市上涨与利润脱钩	21
图表 34 1923 至 1928 年美国弱经济、强股市	21
图表 35 美国 80 年代的实体与股市	21
图表 36 产业资本与金融资本的再均衡：上证 2238 点为近三年托宾 Q 支撑点	22
图表 38 组合个股推荐	25

一、2011 悖论：强经济下的弱股市

尽管 2011 年经济仍然保持 08 年以来的高增速，但政策退出与经济自然增长动力不足的担忧从未消除，从而呈现强经济弱股市特征，市场机会乏善可陈，其深层次含义为 08 年本应进行的行业清算过程被暂时延后，未来只有接受并顺应自然的清算过程，经济和股市才具备破茧重生背景，即证券市场机会要么来自于自然调整结束后货币条件的改善，或者来自再泡沫倾向的货币条件和需求环境，前者需要忍受经济自然寻底的考验，后者则要做好随后更大泡沫风险的准备。我们判断未来第一种可能性更大，因此重点探讨自然寻底下的行业表征，并给出时间和空间判断，中间折中路线则将呈现出类似 2010 年下半年和 2011 年的表现。

（一）未完成的行业调整清算

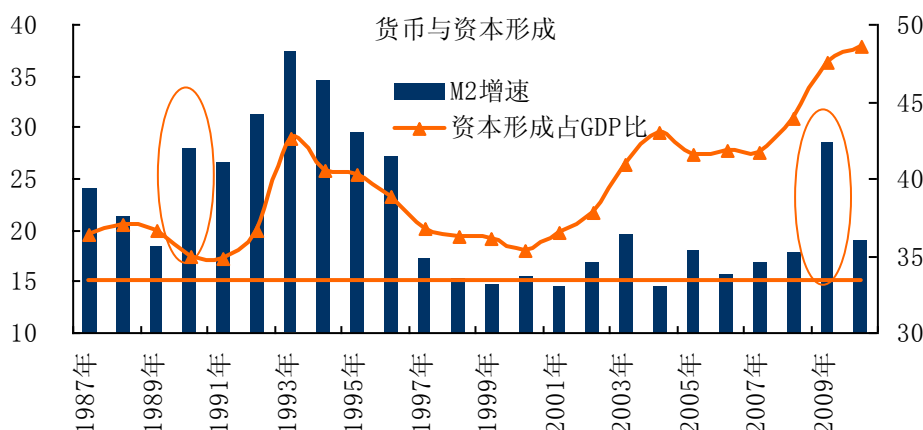
02 年开始的周期在 07 年末本应正式进入调整清算过程，但失速下滑的经济催生超常规政策，自然清算过程未顺利展开，且进一步强化了 02 年以来的繁荣。随着危机后经济的稳定，政策退出意味着经济将重回自然增长过程。

目前为止，此次危机对经济增长影响最小。从经济增长角度衡量，此次危机对中国造成的影响甚至是近 30 年来最小的一次，谷底增速达到 9.2%，远高于 80 年代末的 4% 左右、80 年代初的 5.2%，也高于 90 年代末的 7.6% 和 80 年代中期的 8.8%；

刺激手段类似历史上急速下滑时期。与 80 年代末的经济回落类似，08 年的经济失速出现后，罕见的刺激政策再次出台，并扭转了周期，尽管两次政策面临的其他背景差异巨大，在具体实施上有所分化，但核心没有任何区别，即信贷投放配合项目投资。具体表现上，货币供给方面，90 年和 09 年与上年相比均增加了 10% 左右，M2 同比增速均是由 18% 提高到 28% 左右；资本形成占 GDP 比重方面，90 年开始的投资在 93 年达到高潮，形成 78 年以来第二个资本形成占 GDP 比重的峰值，达到 43% 左右，此前为 1985 年的 38%；09 年的投资同样带来类似的结果，在 2010 年或者 2011 年达到中国历史上的最高值，48% 左右。

政策退出与经济自然增长动力影响证券市场。随着刺激政策效果的不断减弱，即“四万亿”投资逐渐收尾，以及货币信贷因通胀压力而必须回归常态，政策退出冲击与经济自然增长动力的均衡，成为制约 2010 年以来 A 股市场最重要的变量。

图表 1 信贷与项目投资为刺激政策核心



资料来源: wind

（二）政策退出过程的证券市场难有出色表现

经济史上，大型经济体的大规模刺激政策并不多见，从危机程度上美国 30 年代的刺激政策与之类似；从工具实际效果上，中国 90 年代初和本世纪初的刺激政策与之类似。

通胀魅影是政策退出的催化剂。退出背景上，由于刺激政策往往以货币为核心工具，随着生产活动的“繁荣”景象出现，通胀回升往往是难以避免的同步现象，这构成了政策退出的直接催化剂。

政策退出过程证券市场鲜有出色表现。从最著名的大萧条政策退出看，1937年由于通胀再次超过4%，且工业生产回升到1929水平，政策退出开始实施，证券市场对随后的经济再次回落给予消极反映，直到1940年初，美国因为二战需求再次繁荣，证券市场均未走出危机阴影。从中国90年代初的政策退出看，从1993年开始直至1996年初结束，政策退出过程虽然几经犹豫，即在1994年有所反复，但通胀压力使退出趋势从未改变，证券市场始终受到抑制，直到1996年初经济调整接近尾声，保值贴补率下调，此次证券市场走出负面影响依赖于自然调整过程结束。从最近的一次政策收缩过程看，02和03年开始的信贷和投资放松在04年开始退出，并一直延续到2005年，证券市场同样表现一般，随后走出负面影响在于需求的异常繁荣以及极度宽松的货币条件和股改制度变迁。

证券市场的机会要么来自自然调整结束后货币条件的改善，要么因为泡沫倾向的货币条件和需求环境，从当前背景看，尽管两者可能性都存在，但都面临较大的实体经济代价，其中第一个角度的推动力需要忍受经济自然寻底的考验，第二个角度得到推动力需要做好随后泡沫更大的危险。我们判断第一个角度的可能性更大，因此重点研究自然寻底下的行业特征，并给出时间和空间判断，中间折中路线则将呈现2010年和2011年同样的表现。

图表 2 政策退出过程股市乏力：道指 1937



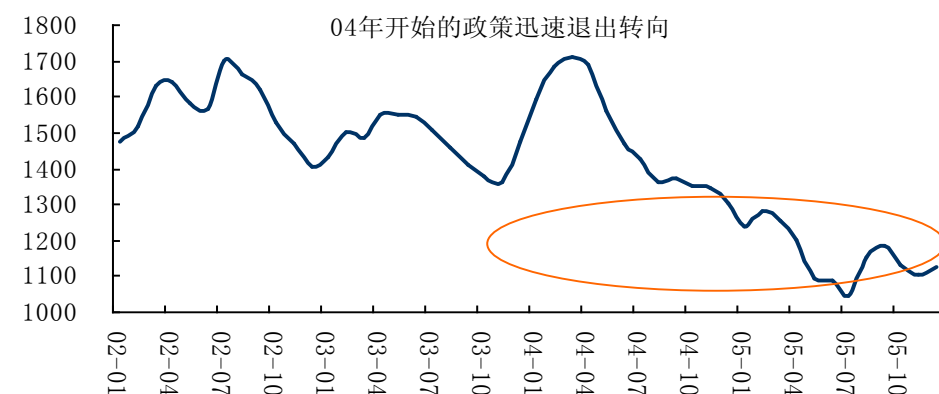
资料来源：wind

图表 3 政策退出过程股市乏力：上证 1993



资料来源：wind

图表 4 政策退出过程股市乏力：上证 2004



资料来源：wind

注：下跌幅度较大应该与股改也存在关系

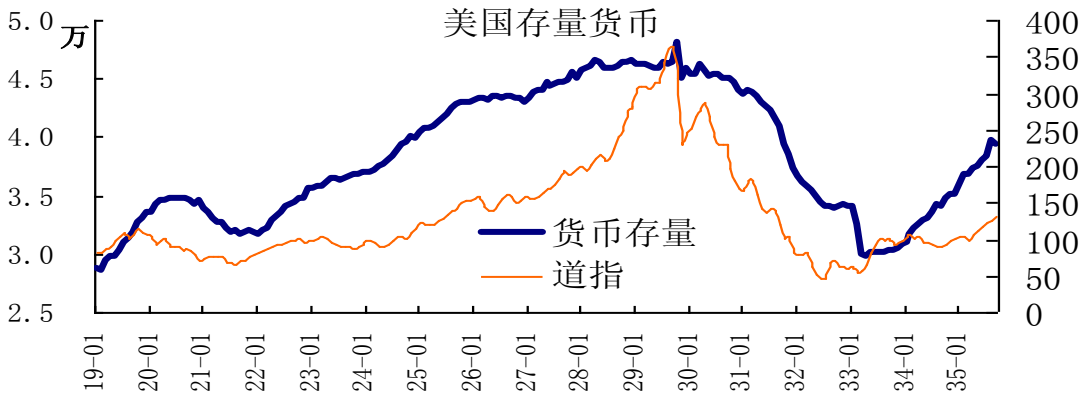
（三）货币催化调整清算活动展开

货币退出主导经济重回趋势增长。历次经济扩张过程，货币均充当核心作用，其中最为著名的案例为美国 20 年代末的货币收缩，本次中国收缩货币再次成为经济收缩的导火索；

货币在中国 08 至 11 年周期中的关键作用。由于 08 年以来货币供给延续并极大扩张了 02 年以来周期的特征，且货币发挥了更大作用，此轮货币收缩对经济和市场的影响将超出以往；

中观视角下的货币影响值得重视。以货币为主线，从中观角度考察，可以大致判断扩张进程、以何种方式结束、结束特征以及随后影响。

图表 5 货币供给冲击的范例：1928 年开始的货币存量下降



资料来源：美国货币史

二、中观视角下的兴衰，行业调整清算再次展开

货币在上轮行业兴衰过程中充当了核心角色，但 2010 年下半年以来货币充裕、低利率背景下的高级生产领域过度扩张正面临实质性制约，即总储蓄率见顶、终端消费实际购买力再次下降和资本形成见顶，多数偏离终端消费的高级生产领域如工业、原材料和金融资产类，过度扩张后的调整过程很难再次避免；行业清算过程中，盈利将普遍下滑且差异缩小；价格下滑，尤其是偏离终端消费的产能过度扩张领域；行业之间对流动性由争夺到需求降低，其中对流动性需求的降低预示清算接近尾声，2012 年多数时间将处于清算调整进程之中；

（一）起点：货币条件是影响产业的基础之一

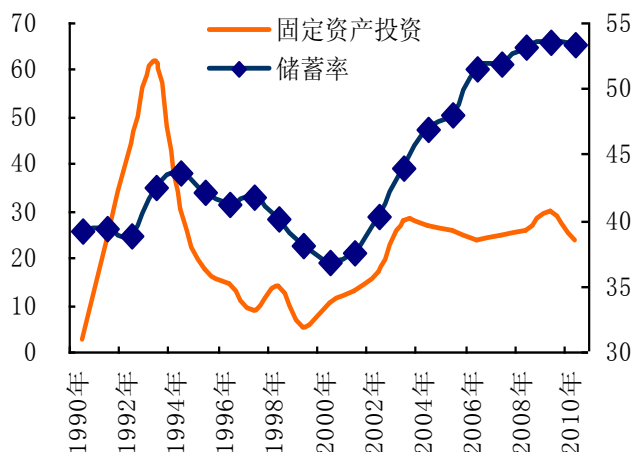
中国与海外主要经济体的时间偏好错配使得中国的货币供给不断放大，宽裕的货币供给和低利率释放出资金结构应当长期化的信号，即具备资本形成不断扩张的背景。

高储蓄率，居民消费的时间偏好推高货币供给。从客观情况看，无论出于何种原因，国内居民在时间偏好上选择了偏好未来，放弃现在，这种特征在 94 年至 00 年曾经略有改变，但自 02 年开始再次出现储蓄率不断攀升的状况，08 年达到 53% 左右，意味着居民消费意愿极低，从而对消费品的需求提高程度有限，人们生存的大概一半目的是在为投资准备。

海外主要经济体的时间偏好错配放大了国内货币供应。海外关键经济体如美国和欧洲多数国家的时间偏好却选择了偏好现在，放弃未来。美国储蓄率在 09 年仅为 11% 左右，极端的冰岛和希腊则达到了 4% 以内，这些国家也是危机以来破产危险最大的经济体。实际上这种影响在 94 年至 96 年左右同样存在，表现在形式上为顺差带来的外汇占款增加。

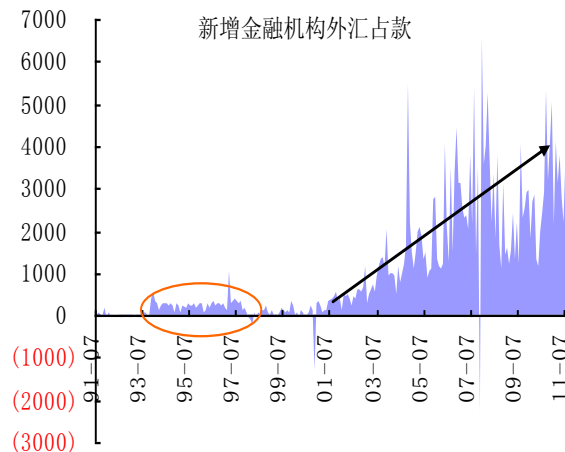
无限供给的货币成为中国行业发展最基础的背景，低利率导致资金结构长期化。货币实际上类似于无限供给，实际利率长期处于较低位置，在低利率背景下，资本结构长期化的诱因出现，它鼓励企业家投资于更长期限、更高等级的产业，以获得规模收益或者等待经济繁荣时享受量价齐升的益处，偏离消费品的行业快速扩张的基础背景出现。

图表 6 时间偏好极度失衡：储蓄率超 50%



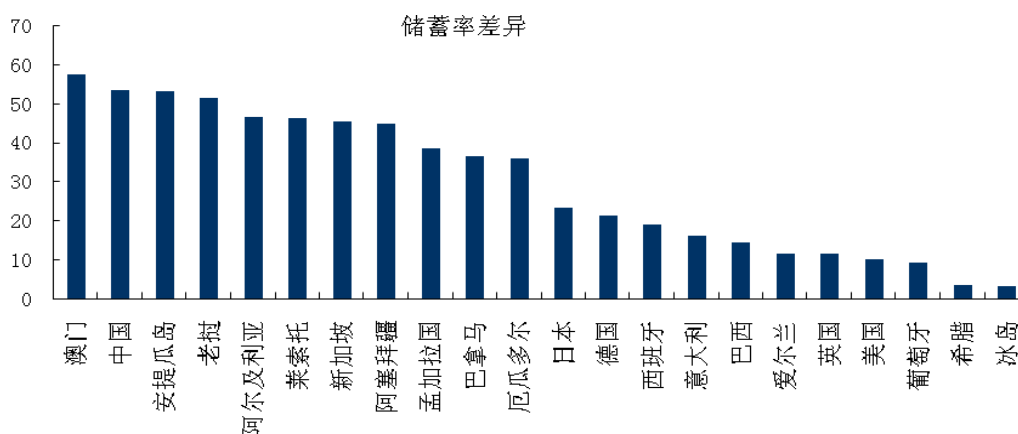
资料来源：世界银行、Wind

图表 7 两次外部冲击导致的储蓄被动提高



资料来源：世界银行、Wind

图表 8 不同经济体储蓄率：2009 年中国达到 53.5%，希腊 3.7%



资料来源：世界银行

(二) 扩张：高级生产领域极度扩张

高级生产领域与低级生产领域的主要区别在于距离最终消费品的远近程度，把靠近消费的行业划称为低级生产领域，远离消费的行业称为高级生产领域；资产、产值、杠杆率以及资本产出弹性角度均显示过度投资或无效投资现象存在，02 年以来为高级生产领域扩张的盛宴。

低级生产领域与高级生产领域：从行业特征看，把靠近消费层次的行业划为低级生产领域，这些行业直接满足人们的消费需求，享受消费品行业稳定增长带来的时间价值利润；把远离消费的行业划为高级生产领域，这些行业为消费性行业服务，属于资本品行业，资产市场包括股票市场和房地产市场为最高层次的行业表现，如为了满足消费而修建公路，为了修建公路而生产材料，为了开采材料而生产机械工具等，则机械是高级生产领域行业。

货币供给刺激资本结构长期化，高级生产领域过度扩张。较低的实际利率和信贷宽松，为企业家释放了货币无限供给的信号，将促使他们进行更长期限的投资，以图在经济繁荣时获得更大收益，重资本行业、远离消费的高级生产领域成为重点扩张对象。

高级生产领域的波动弹性更大。体现在消费品与设备产出上，以美国 60 年代至 80 年代为例，消费品波动状况显著低于设备产出状况，消费品波动区间在正负 10% 之间，而设备产出波动则在正负 20% 之间；设备投资的过度扩张带来了经济繁荣，同时随后的衰退也是必然，即繁荣需要衰退。

货币杠杆角度的高级生产领域扩张。对于不同等级的行业而言，由于其独特的行业属性，决定了在周期扩张过程中对货币的利用程度不同。其中靠近消费的行业由于具有较好的现金流状况，且资本密集度相对较低，这决定了杠杆利用程度相对较低，而高级生产领域行业如工业部门，则与之相反。从上轮周期中实际表现看，工业类资产负债率可以由低点 47% 扩张到高点 67% 左右，波动范围 20%，而日常消费品则仅由低点的 43% 扩张到 52% 左右，波动范围 10%；

资产和产值角度的高级生产领域扩张。资产和产值变化状况大概代表了一个周期中不同行业的收益状况，从二者反映的信息看，工业和原材料类为 02 年至 10 年阶段的最大受益者，投资于这些行业的资本不仅享受了低利率带来的投资成本，而且获得了高度扩张带来的益处，由于资产变化大致反映了财富的增加，其中工业类行业中的机械设备制造业这种比较远离消费的行业取得了较好表现。

资本产出弹性角度的高级生产领域扩张。衡量是否总体投资过度可以从资本产出弹性观察，我们划分了两个阶段的资本产出弹性，其中 04 年前后的资本产出弹性为 2.2，即资本变动 1%，产出变动 2.2%，显著高于 08 年前后的资本产出弹性 1.7，即资本变动 1%，产出仅变动 1.7%，下降了 20% 左右，说明整体投资效率在下降，无效投资或过度投资现象严重。

图表 9 高级生产领域的设备产出显著高于消费品产出



资料来源：华创证券

图表 10 产出弹性普遍下降，投资效率显著降低

行业	燃气生产 供应	食品制造	医药制造	交通运输 设备	通用设备	化学原料 制品	金属制品	有色金属 矿采选
2004 前后	0.74	1.77	1.13	1.95	2.29	2.65	2.97	4.96
2008 前后	1.51	2.42	1.76	1.44	1.63	1.72	1.9	1.65
变化	0.77	0.66	0.64	-0.51	-0.65	-0.93	-1.07	-3.31

资料来源：华创证券

图表 11 高级生产领域的资本品和原材料行业对杠杆的应用：资产负债率

时间	能源	材料	工业	可选消费	日常消费	信息技术	电信服务	公用事业
1995	63.67	46.48	56.56	56.21	52.75	57.52	38.97	47.98
1996	59.76	47.66	53.12	55.53	52.02	56.92	39.85	44.94
1997	47.1	43.31	47.57	50.67	46.54	52.88	38.08	43.57
1998	41.59	45.3	46.65	50.17	43.27	50.76	40.48	44.7
1999	40.66	43.78	46.79	50.33	44.45	47.93	75.13	42.09
2000	46.63	40.02	48.37	49.43	46.12	46.2	48.44	40.06

证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210 号

2001	44.83	44.5	49.18	49.48	45.2	45.94	51.31	39.53
2002	41.94	46.57	55.63	52.67	47.21	48.38	56.68	41.65
2003	40.33	47.37	57	53.56	49.06	52.04	54.17	42.59
2004	42.35	50.02	60.56	55.3	50.46	52.71	50.52	50.21
2005	41.51	53.14	63.99	56.87	51.36	56.69	45.74	55.87
2006	41.75	55.16	64	57.81	51.81	55.37	46.76	58.47
2007	39.74	54.45	63.17	57.07	52.74	52.27	35.48	58.92
2008	39.35	55.83	67.17	58.3	52.37	49.72	39.59	68.39
2009	43.89	57.67	65.72	58.71	51.92	47.58	49.9	70.19
2010	44.02	57.79	64.71	58.79	50.82	42.43	52.48	70.82

资料来源：华创证券

图表 12 高级生产领域的资产和产值扩张：周期上行过程的盛宴

指标名称	产值变化	指标名称	资产变化
黑色金属矿采选业	15.7	黑色金属矿采选业	7.00
有色金属冶炼及压延加工业	7.1	家具制造业	3.28
煤炭开采和洗选业	6.4	有色金属冶炼及压延加工业	2.98
黑色金属冶炼及压延加工业	5.9	专用设备制造业	2.60
燃气生产和供应业	5.7	有色金属矿采选业	2.59
有色金属矿采选业	4.9	通用设备制造业	2.52
通用设备制造业	4.8	黑色金属冶炼及压延加工业	2.49
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	4.8	煤炭开采和洗选业	2.38
专用设备制造业	4.2	电气机械及器材制造业	2.32
电力、热力的生产和供应业	4.1	金属制品业	2.16
电气机械及器材制造业	4.0	仪器仪表及文化、办公用机械制造业	2.09
石油加工、炼焦及核燃料加工业	3.7	交通运输设备制造业	2.09
化学原料及化学制品制造业	3.7	通信设备、计算机及其他电子设备制造业	2.02

资料来源：华创证券

注：08 年相对 02 年，产值和资产增长倍数

（三）上限：扩张的天花板

高级生产领域的扩张上限面临三个天花板，储蓄率上限，从货币供给上抑制扩张货币机制；资本形成占 GDP 比重，从经济生产结构限制；高级生产领域扩张带来的价格上行快于收入上行，实际购买力边际减弱过程，即终端需求边际减弱机制，2011 年以来三种机制均已在天花板附近，扩张上限的抑制作用体现。

1、消费-储蓄偏好的再选择，货币供给受限

总储蓄率见顶回落。投资的持续依赖于储蓄率的不断提高，在储蓄率难以持续提高的背景下，投资活动维持高位必然带来资金成本的约束。从储蓄看，09年开始中国储蓄率便开始呈现见顶回落的迹象，去年以来的金融脱媒集中反映了这种变化；同时海外储蓄率也出现回升，海外需求带来顺差进而流动性宽裕这一现象将受到抑制，更长期看，人口抚养比在最近年份见底回升，也决定了总储蓄率可能见顶。即高级生产领域获取资金的难度增加，此前发出的货币充裕的信号已经转折，即便后续因货币需求暂时下降而出现金融“反脱媒”，总储蓄率继续提升的空间也将有限，货币充裕从而低利率的背景发生改变，高级生产领域的扩张将处逆转进程。

2、资本形成占比天花板，经济结构均衡角度的限制

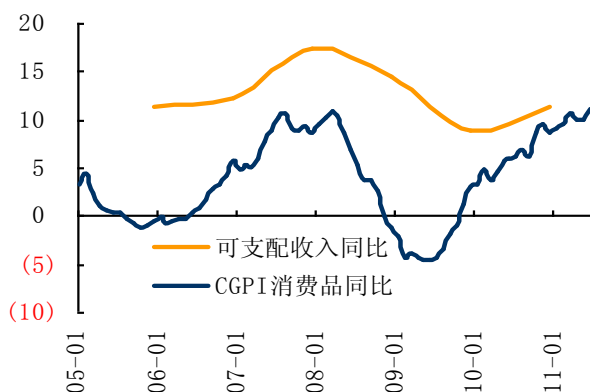
从简单的资本形成看，目前接近50%的资本形成占GDP比重，为世界上少有的国家之一，仅低于安提瓜岛、不丹和佛得角，三者分别为78.54、54和53左右，作为规模庞大的经济体，过度依赖资本形成带动的经济增长面临的风险不断加大，资本形成占比很可能在最近几年达到历史性最高值；

3、消费需求及实际购买力对高级生产领域扩张的制约

终端需求抑制。非消费品行业存在的意义在于满足消费需求，但居民消费的波动状况相对较低，出现消费需求跳跃的情形并不多见，这从根本上决定了为消费性行业生产准备的高级生产性行业的空间受到制约，幅度过大的扩张必然招致无效投资或不能实现产值的投资，如02年以来的周期，靠近消费的行业产值扩张远低于工业设备类产值扩张；

高级生产领域快速扩张对实际购买力的冲击。在经济扩张过程中，由于大量货币被用于投资远离消费品的行业，造成相关要素价格的上涨，利润不断向高级生产领域流动，这造成实际购买力的下降，即依赖高级生产领域扩张的经济体，往往面临实际购买力下降的需求抑制，如部分城市的房屋销售面积自07年便开始下降，便反映出实际购买力对需求的影响。06年开始，虽然可支配收入增速超过10%，并且不断提高，但与CGPI消费品指数相比，却不断缩小，实际购买力不断受到侵蚀；而在经济下行过程中，虽然可支配收入增速也在下降，但下降幅度小于CGPI消费品指数，自然的再均衡正在发挥作用，但随后的刺激政策扰乱了这种再均衡过程，10年中期后再次呈现实际购买力不断下降趋势，2011年以来再次呈现出于2008年初相似的背景，实际购买力不断削弱，如果价格可以实现见顶回落，实际购买力将再次呈现拐点，从而利于实际购买力的改善。

图表 13 实际购买力抑制：终端消费天花板



资料来源：世界银行、Wind

图表 14 总储蓄率抑制：很难大幅提高



资料来源：世界银行、Wind

图表 15 生产结构限制：资本形成占比继续提到带来结构风险



资料来源: wind

图表 16 主要经济体 2009 资本形成占比

国别	安提瓜岛	不丹	佛得角	中国	赤道几内亚	阿尔及利亚	卡塔尔	巴哈马群岛	越南
占比	78.19	54.44	52.51	47.61	46.65	41.18	38.93	38.18	38.13
国别	墨西哥	加拿大	日本	意大利	OECD	巴西	德国	希腊	美国
占比	22.16	20.97	20.51	18.92	17.26	16.51	16.5	16.35	14.23

资料来源: 世界银行

(四) 清算：回到起跑线

清算过程集中体现三个核心特征。首先是盈利能力逐渐趋同，一般在普遍下滑中实现；其次为价格的普遍下滑，且高级生产领域的资本商品价格跌幅大于消费品价格，各类价格中，甚至劳动力价格都难以例外；最后为货币需求不断降低，但早期伴随对流动性或现金的争夺。上述特征也可以作为判断清算过程是否结束的标志，其中货币需求的降低为最可靠的清算接近尾声的信号，上述特征在 2011 年初露端倪，可能将在 2012 年逐渐完全呈现。

1、行业盈利能力普遍下滑，收益差距缩小

作为一种周期调整现象，多数行业盈利能力将趋于下滑，周期扩张过程呈现的行业收益差异将缩小，产生这种现象的原因在生产结构均衡性需求，如在某次周期中过度依赖某一支柱，期间会呈现这些行业收益率相对较高的特征，直到无法持续。中国历史表现为 90 年代中期的回落过程。ROE 角度衡量的行业收益在 1996 年开始全面回落，在 1999 年附近达到差异最小，在 9% 附近，基本接近经验上的资金时间价值（10 年期 10% 左右），预示经济底部基本出现，但经济重新走好，则到 2002 年，象征性表现为 ROE 开始回升，尤其是可选消费中的汽车行业由负值转正，走出最悲观阶段，即先导产业的好转；从不同规模的企业看，也大致具有类似特征，资源相对丰富的大型企业盈利能力也逐渐靠近一般企业；

07 年底开始的经济趋势回落，因政策变化导致行业收益差异再次扩大，即一方面放松信贷导致材料价格上涨，一方面要么由于价格管制要么需求不足导致公用事业（电力为典型）和信息行业作为受害对象，ROE 水平恶化，而能源、金融和剔除钢铁后原材料行业则显著受益于政策推动，盈利能力接近 07 年，可选消费受益于 10 年的消费刺激政策，盈利能力提前达到近 10 年峰值，出现回落；日常消费类受益于今年价格上行，盈利能力可能滞后可选消费一年达到峰值，随后面临下行，从不同规模企业看，大型企业与小型企业盈利能力差距依然在拉大，其中中小类公司 ROE 由 2007 年的 19% 左右一直下滑到目前的 11% 左右，而沪深 300 则仍维持在 16% 左右，与中小企业的差距由 2 个点扩大到 5 个点左右，这种结构性失衡难以持久。

时间上，实际购买力机制即价格角度衡量，我们的研究发现价格对主要行业的影响在第二个季度达到最大值，随后开始转为负面，即随着价格的上行，实际购买力边际减弱在 3 个季度后体现最为显著，具体而言，对材料、金融、工业和日常消费行业而言，由于 2011 年价格在年中附近见顶，正常情况下，可以预见这些行业 ROA 角度衡量的盈利能力高点应该在 2011 年年末或 2012 年年初左右，而今年 10 月份前后出现的价格快速下滑，预示着部分行业的盈利高点也可能提前。如果从正循环机制上，价格对主要行业的正面机制自第一个季度便开始，如果预期通胀水平在 2012 年年中附近见底，可以预见正循环机制届时将有望出现。

图表 17 行业盈利能力差异依然巨大，趋同难以避免

时间	能源	材料	工业	可选	日常	医疗	金融	信息	公用
1996 年	34.22	13.35	11.99	14.16	17.64	11.94	12.84	15.71	15.27
1999 年	10.83	8.79	7.88	8.21	10.14	8.49	7.74	9.53	11.7
2008 年	14.37	5.21	9.27	8.24	10.52	14.05	15.61	6.24	-0.79
2011(E)	15.57	10.82	11.12	13.69	14.43	13.36	17.95	6.06	6.11
2010Q3	12.59	6.32	10.19	10.81	11.54	10.94	13.7	5.49	6.34
2011Q3	12.16	7.65	8.76	10.42	11.9	10.5	14.41	4.37	4.8

资料来源: wind

注: 假设 2011 年 3 季度 ROE 占比与 2010 年相比类似，可能高估。

图表 18 行业盈利能力变化体现: 各行业在周期中的表现

Variable	CPI	Cpi_1	cpi_2	cpi_3	cpi_4
GDP	0.38	0.32	0.21	-0.09	-0.39
CPI	1.00	0.01	0.06	-0.23	0.27
PPI	0.43	0.36	0.26	-0.23	-0.25
材料	0.25	0.30	0.40	-0.14	-0.25
电信服务	-0.25	-0.06	0.00	0.41	0.30
工业	0.36	0.25	0.45	-0.06	-0.17
公用事业	0.11	-0.16	-0.05	-0.21	-0.31
金融	0.16	0.22	0.42	-0.10	-0.16
可选消费	0.21	0.21	0.33	-0.23	-0.37
能源指数	0.08	0.11	0.28	-0.01	-0.11
日常消费	0.19	0.10	0.36	-0.36	-0.08
信息技术	0.19	0.21	0.33	0.00	-0.24
医疗保健	0.05	0.08	0.25	-0.19	-0.24

资料来源: 华创证券

注: 量化结果，仅参考趋势意义，价格与各行业 ROA 角度的相关关系

2、价格普遍下滑，资本品更大跌幅。

在上行周期中，国内消费品价格即低级生产领域上行显著低于资本品行业，但下行周期中则是高级领域的资本品行业价格下行幅度显著高于消费品行业，从一般指标 CPI 和 PPI 看，PPI 波幅显著高于 CPI，生产资料指标波动显著高于生活资料，尤其是上行周期。从本轮周期看，2011 年 3 季度开始，主要商品价格出现顶部，部分原材料出现快速下跌，随着清算过程的继续，2012 年将是价格触底过程。

周期上行过程中，或者高级生产领域快速扩张中，价格上行并非必然发生的现象，如美国 20 年代、日本 60 年代的经济繁荣，以及中国上轮周期中的高增长低通胀，均没有出现整体价格的大幅上行，即高增长未必伴随有高通胀伴随，这与目前一些其他新兴市场的高增长高通胀差异较大，其主要原因可能在于生产效率的提升，但经济调整过程中，价格的下行很难避免，尤其是扩张较大的资本品行业，资产市场作为资本品的典型代表更是难以例外。

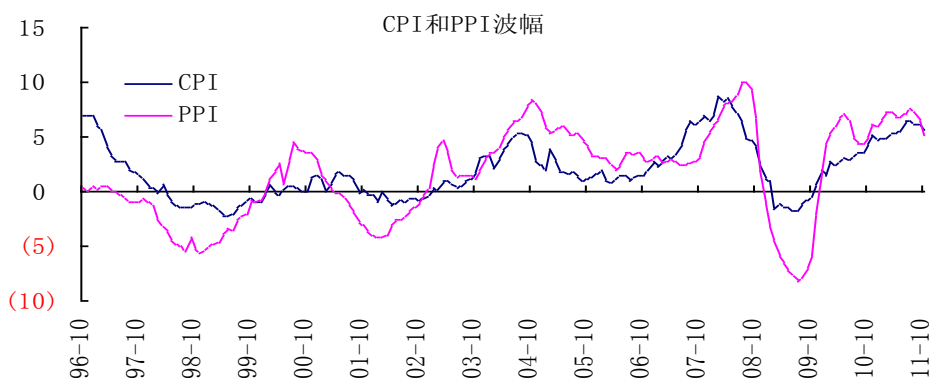
从上轮上涨周期看，可观察的主要商品中，44 种主要食品价格在 02 年初至 08 年年中，上涨了 50% 左右，其中菜子油涨幅最高 146% 左右；30 种消费品价格上涨了 7% 左右，其中白酒涨幅最高 38% 左右，41 种服务平均上涨了 35% 左右，其中污水处理费涨幅最高，131% 左右，62 种工业资料平均上涨了 78% 左右，其中铜涨幅最高 278%；

从上轮下跌周期看，可比的商品中，食品类平均没有跌价，消费品和服务甚至上涨了 1%，其中消费品主要为服装和烟酒，而工业资料则平均下跌了 15% 左右，如果剔除工业用地、电力、自来水和天然气，则下跌了 25% 左右；

资产市场中，房地产市场、证券市场、收藏品市场以及货币本身作为比较高级的资本品行业，在经济和货币收缩过程中，其波动幅度应当更大，国内房地产市场在 08 年出现短暂调整后出现大幅度反弹，截止目前仍未见显著调整，而证券市场则大幅反弹后再次回落，收藏品市场和货币本身也表现出与房地产市场类似特征，其中货币贴现利率由 8% 迅速下降至 2% 以内，但随后再次迅速上升，目前仍维持在 07 年底水平。

从本轮周期看，2011 年 3 季度开始，主要商品价格出现顶部，部分原材料出现快速下跌，随着货币收缩的继续，2012 年将是价格触底过程。

图表 19 PPI 波幅远超 CPI



资料来源：华创证券，wind

图表 20 资本品价格波幅远超消费品

	食品	消费品	服务	工业资料
品种个数	44	30	41	62
2002.1-2008.7（上升）	49%	7%	35%	78%
2008.7-2009.7（下降）	0%	1%	1%	-15%

资料来源：华创证券

3、行业对流动性由争夺到需求降低

首先，此前错误的货币信号使得投资规划庞大，为延续投资从而货币需求较大；其次，货币收缩带来的企业盈利恶化和破产风险增加，银行将被迫收缩信贷，企业需要现金来抵御系统性风险，这导致在清算初期往往出现经济主体争夺流动性的现象。而清算一旦接近尾声，企业投资意愿下降，原材料价格下跌，产业预期收益率下降，破产的不确定性减小等原因，使得货币需求自然下降，即货币需求下降是清算接近尾声的最可靠信号。

清算初期对流动性的争夺。首先，由于此前货币极度充裕的错误信号，企业家资本品投资意愿极为强烈，往往制定较大的投资规划，为延续此前投资需要较多流动性；其次，清算活动一旦开始，大量企业盈利开始恶化，困难不断出现，银行出于风险考虑将主动或被动收缩信贷；第三，由于预期经济回落和通货紧缩，人们期望价格回落，则持有现金意味着更强的购买力；第四，由于银行和商业债权人催缴债务，债务人变卖自己的其他资产以获得现金，而不时出现的商业损失或破产现象，尤其是欺诈现象增多，也使得商人对投资比较担忧，从而保留现金，这种现象在回落初期更易体现。从中国看，3季度的货币市场发出的信号为，对现金的争夺极为明显，从可以观察到的数据看，这种现象自2010年2季度便开始出现迹象，尤其是每当季末、年末或中国传统清算节日春节时，都可以观察到对现金的需求显著异于正常年份，呈现典型的季末效应，而2011年3季度末对流动性的争夺可以认为处在悬崖的边缘，我们不确定的是此次对流动性的争夺是否达到峰值，从美国货币史上看，每次危机前期也都伴随着类似的流动性争夺，其他国家不连续的案例也支持该判断，详见图表24。

货币需求下降为清算接近尾声的可靠信号。随着调整接近尾声，经济底部依稀可见，人们对破产的不确定性开始减少，同时债务人对现金的争夺也逐渐结束，投资下滑，价格特别是此前扩张中最受益的原材料价格的快速下跌，都使货币需求快速下降，储蓄再次增加，对银行业而言，存款压力下降，贷款压力上升，从而银行业业绩也将因此开始向下调整。

实际表现看，中国此轮调整过程大致表现出类似特征，其中对流动性的争夺中，盈利能力相对较弱的行业获得流动性的能力减弱，而部分此前盈利能力较强的行业则具有较强的获取流动性能力，但从实际意义上，这将拉低高盈利行业的利润空间，并促使获取流动性能力较弱的行业更早完成调整。

如2011年4月份开始，相对分散的轻工业中长期贷款增速迅速下降，7月份以来增速持续在7%以内，而重工业增速则仍在10%以上，上游行业中长期贷款增速仍在15%之上，从四大行信贷数据看，采矿业贷款2010年增速24%左右，2011年上半年增速仍在25%左右；上轮周期盈利能力较强的房地产行业，从房地产企业开发资金来源看，2010年便开始限制行业信贷，但直到2011年信贷增速才起到作用，资金来源中的贷款增速2011年从8%一直下滑到1%左右。但从全部资金来源看，却从16%上升到20%左右，其根源可能在于行业盈利空间预期；从整个房地产贷款看，截至2011年年中，四大行房地产贷款增速仍在22%左右，与2010年的21%大致持平，但电力、燃气等增速却有2010年的30%下滑到12%左右；

从该角度看，衡量调整是否结束的另一重要标志在于货币需求下降，尤其是此前盈利能力较强行业的货币需求下降，其中地产以及上游行业是重点领域。

图表 21 国内对流动性的争夺愈演愈烈



资料来源：Wind、华创证券

图表 22 美国市场对流动性争夺



资料来源：Wind、华创证券

图表 23 历次危机期间对流动性的争夺

	1763 年危机	1825 年危机	1847 年危机	1866 年危机	1873 年危机	1893 年危机	1907 年危机
投机对象	糖, 商品、住房、运河	矿产、棉花, 拉美债券	铁路、小麦	棉花、货运公司	铁路、供地、芝加哥大桥	金银、黄金	咖啡、联合太平洋
货币扩张	票据链	债券	铁路证券分期出手	股份贴现所	短期贷款、欧洲资本流入	收缩	信托公司
危机爆发	1763 年 1 月	1825 年初	1847 年 1 月	1865 年 7 月	1873 年 3 月	1892 年 12 月	1907 年初
恐慌	1763 年 9 月	1825 年 12 月	1848 年 3 月	1866 年 5 月	1873 年 9 月	1893 年 5 月	1907 年 11 月
争夺流动性表现	恐慌, 甚至在证券和商品市场都没有钱	每个人都在为钱祈祷着, 但是几乎所有地方都没有钱	无政府保函, 100 万英镑的政府债券都卖不出去, 已不可能谈论票据贴现问题, 在最好情况下只能要价 12% 或 15%	贴现率 10%, 且 10% 的政府债券抵押贷款, 否则永久性国债不可能卖出, 交易员不愿意交易	大量国库券在库里, 但却无法用他们借到 1 美元, 交易停止了	资金需求急剧增加, 出现货币饥荒, 短期拆借占 72%, 一流商业票据只按面值的 8% 至 12% 报价, 交易甚少	贴现利率已经超过 13%, 但仍无法筹措现金, 证券市场自 1906 年 9 月已经下跌 40% 以上
来源	《荷兰的金融危机》	《议会质询》	《1847-1858 年商业危机》	《伦敦贴现市场的历史》	《金融家》	《1893 年危机的原因》	《1907 年恐慌和金融危机的根源》

资料来源: 华创证券

三、背景不同, 政策应对清算措施不同

尽管经济调整是周期中的自然现象, 有效的调整利于下轮周期尽早扩张, 但几乎所有经济管理当局均不会坐视自然清算发生, 结合海内外经验, 我们列出相应工具箱, 并探讨由其带来的机会。

(一) 政策工具箱

1、应对经济调整的一般措施

从国内外应对经济调整看, 主要措施集中在以下 10 类。

1) 削减利率, 鼓励信贷扩张。削减利率与鼓励信贷扩张为常见的阻碍经济调整措施, 该措施对于较小级别的经济调整效果更好, 对于较大级别的经济调整, 弊端较多, 如美国 30 年代和当前阶段的措施, 日本 90 年代的措施, 均未能有效扭转经济调整, 美国 70 年代的措施甚至带来更加复杂的问题; 中国的实践中, 多数起到了较好效果, 但 90 年代后期的措施虽然有效阻碍了经济下滑, 但未能有效刺激经济复苏。

2) 刺激消费, 阻碍或抑制储蓄。尽管从经济自身的角度看, 越来越多的经济理论支持自然调整应当充分, 即应当抑制不合理消费和过度投资, 鼓励储蓄, 但实践中, 经济管理者普遍采取了刺激消费、抑制储蓄的措施, 中国在 90 年代初期曾经采取了抑制消费需求的措施, 但当时背景在于供给短缺, 90 年代后期以及 08 年的政策以刺激消费为核心, 其中 90 年代后期甚至出台措施征收利息税以降低储蓄率, 刺激内需。值得注意的是, 此次危机中, 欧美各国目前正逐渐形成一致意见, 鼓励储蓄, 抑制不合理消费, 这有利于调整过程尽早结束。

3) 削减部分领域税收, 但总体财政负担加大。削减税收负担过重行业的税收在历次经济回落中都会出现, 这有利于经济尽快复苏, 但总体评估看却并非如此, 由于需要加大财政支出, 总体税收占比往往有所提高; 中国的实践看, 除了 90 年代上半期税收占 GDP 比重有所下降外, 90 年代中期开始, 税收占比便一直处于提高过程, 从 GDP 消费支出构成看, 90 年代后

期的 5 年中，政府消费支出占比由 22% 左右提高到 26% 左右，随后 3 年有所下降，但 2005 年开始再次缓慢上升，2010 年更是大幅提升至历史最高水平 29% 左右，即全国近三分之一的消费支出由政府主导。美国的实践看，30 年代财政负担扩大，1921 年的财政支出和税收都有所削减；

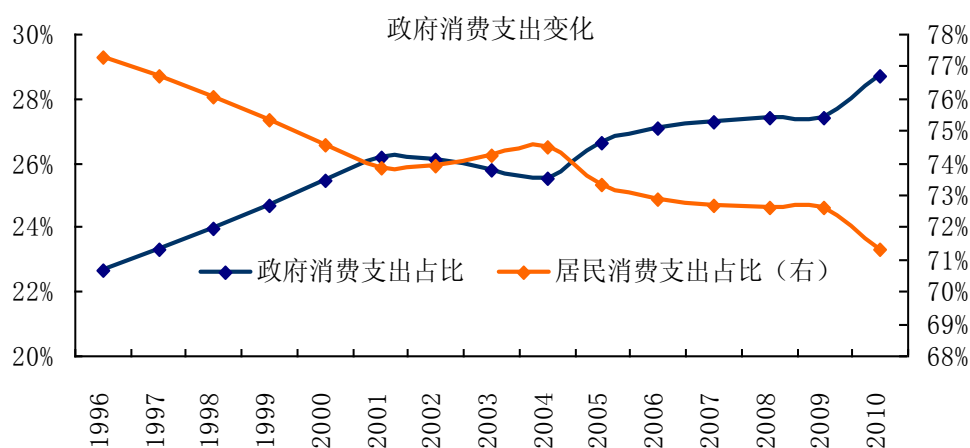
其他常见的阻碍经济回落的措施包括：4) 加大财政支出，实施大规模公共设施建设；5) 鼓励出口，货币贬值；6) 阻止物价下跌，刺激通货膨胀；7) 救助失业，鼓励提高或保持较高工资率，提高社会保障和福利；8) 税收分配变化，“敲富人的竹杠—soak the rich”；9) 支持商业集体主义行为，尤其是行业性的限产保价行为；10) 支持资本市场；

图表 24 反清算过程，政府“掠夺”占净私营产值比重

时间	联邦	州和地方	合计
1929	5.8	9.9	15.7
1930	5.7	12.5	18.2
1931	8.8	15.5	24.3
1932	9.6	19.3	28.9

数据来源：《美国的收入与支出》

图表 25 中国政府消费的冲动



资料来源：华创证券，wind

2、中国历次应对危机的措施。

中国自 80 年代以来共出现了四次相对严重的经济回落，梳理相关措施主要包括以下几个方面：

货币和信贷。货币利率角度，除了 80 年代初没有采取降息措施，其他三次均采取了降息措施；信贷扩张在四次经济调整中也并未全部应用，其中 1981 年和 1982 年信贷余额增速持续下降，90 年代后期的经济疲软过程，信贷余额增速自 1998 年开始连续 3 年处于下降过程；而 80 年代末和 08 年的经济调整均采取了显著扩张信贷的措施，其背景均在于经济出现失速现象。

公共设施建设 and 大规模投资计划。除了 80 年代初的经济回落，随后三次经济调整过程均伴随着大规模公共设施建设和其他投资计划，其中 90 年代初的基础设施建设、开发区建设导致交运、房地产业增速较高，同时企业改制导致制造业投资持续较高；90 年代后期主要为交通运输和水利环境及公共设施投资，其中交通运输行业在 1999 年和 2000 年增速迅速降低，2000 年开始虽则房改的推进，房地产投资不断走高，逐渐培养出一个支柱产业，该时期的制造业投资极低，其中 1997 年至 1999 年甚至连续三年负增长；08 年开始的公共建设和其他大规模投资，呈现出全面扩张的特征，主要行业差异不大。

消费刺激计划。90年代初由于距离短缺经济不远，消费刺激计划并未出现；90年代后期实施了大规模消费刺激计划，其中包括最低生活保障制度推行、养老保险制度确立，并补发了养老金、医疗制度由试点到推行、住房制度推行、消费信贷尤其是汽车和房地产信贷、提高机关事业单位工资，工资制度改革、降低汽车和住房消费税（包括各种收费）、征收利息税、抑制储蓄、延长假期，一年三个7天长假；08年的消费刺激计划，主要包括耐用消费品补贴，尤其是家电、汽车；消费信贷，汽车和地产信贷；提高最低工资水平；

图表 26 中国近三次投资计划中关键行业表现

年度	交运仓储邮政	制造业	房地产业	采矿业	卫生、社会保障福利	水利环境公共设施
1990	24.41	4.49	-7.10	6.77	24.66	32.71
1991	59.60	24.91	32.70	18.55	-6.94	26.45
1992	35.58	35.50	117.60	19.07	38.78	32.59
1993	97.68	31.68	164.90	15.48	45.37	-58.99
1994	52.77	6.04	31.80	13.02	41.42	22.83
1996	21.36	9.33	5.58	12.56	20.74	36.77
1997	17.91	-4.97	0.85	16.94	18.32	26.82
1998	46.89	-2.60	14.50	-4.79	22.07	55.11
1999	1.50	-6.31	11.97	-9.20	10.10	25.34
2000	6.50	10.34	16.88	9.10	11.74	5.75
2008	20.80	30.70	25.49	30.26	31.69	32.37
2009	48.22	26.61	20.09	19.34	59.31	45.60
2010	19.82	26.88	33.63	18.65	15.40	24.92

资料来源：wind、96之前数据来源于各期《固定资产投资年鉴》

注：固定资产投资增速数据，1996年之前数据与随后数据非同一起来源，其中交运、采矿和卫生和水利与随后数据标准有部分差异；

（二）08年刺激政策对高级生产领域的放大

按照4万亿规划时的预期，虽然力图避免制造业过度投资造成产能过剩，希望投在公共设施方面，但实际上，公共设施中的交运等等，本身便是所谓的高级生产领域，即与消费具有较远距离的行业，同时也并未制止制造业的快速扩张，实际上放大了此前的风险，庞大的投资计划对资金的需求更为巨大，可以看到利率的上行便是自去年底开始。

产能扩张得到鼓励，资本结构长期化得到鼓励。从主要资本品行业看，2008年至2010年3年产能扩张甚至超过01至07年七产能扩张总和，如果考虑去年以来加速的制造业投资，产能扩张异常巨大，资本形成占GDP比重迅速提高至近30年最高点；

产能重复建设之忧。从我们调研状况及各地具体项目投资状况看，产业转移过程中，中国特殊的区域竞争模式，存在严重的产能重复建设状况，且主要集中在偏离消费的高级生产领域。

图表 27 08年刺激政策对生产结构的冲击：过度投资加重

品种	产能扩张（08至10年相比01至07年）	品种	产能扩张（08至10年相比01至07年）
其他发电	2.86	铜冶炼	1.22
铜采矿（原矿）	2.16	铜冶炼 # 电解铜	1.21
核能发电	1.8	铜选矿处理原矿	1.17
平板玻璃	1.76	铅冶炼	1.16

铁合金	1.74	铁矿开采（原矿）	1.11
轮胎内胎	1.46	塑料树脂及共聚物	1.09
新建铁路投产里程	1.39	毛纺锭	1.06
家用电冰箱	1.31	水力发电	1.06
氧化铝	1.28	铅锌选矿铅含量	1.03
水泥	1.25	锌冶炼	0.99

资料来源：华创证券，wind

（三）机会：制度改革的可能

1、经济调整过程，一般伴随重大改革性机会，从而酝酿重大拐点性机会

历次经济调整过程均伴随重大制度改革契机。如果后续没有出现失速下滑，政策具备适应清算趋势的条件，有较大的空间进行制度改革以利于清算完成，相关行业将因此获得制度红利；此次危机以来尚未出现实质性的制度变革，随着清算的继续，重大机遇可能出现。如 80 年代的经济失速，直接推动了 90 年代初市场经济体制的确立、股份制的探索、生产资料双轨制并轨、分税制等，这成为影响后续多年的根本催化剂；90 年代后期的经济疲软同样直接推动了相关重大制度改革，其中粮食流通体制改革、投融资体制改革、财政税收制度改革、医疗制度改革五项改革为主要方向，并且集中精力解决了国有经济亏损，下岗失业问题、改革了金融系统，确立了商业银行自主经营，调整了政府机构；08 年的经济调整过程，到目前为止仍无重大改革措施出台，随着经济调整再次出现，改革契机同样存在，从而将对相关行业产生深远影响，目前可以预期的如非公 36 条的推进，部分垄断领域的改革等等；近 30 年来的改革进程看，围绕要素价格问题、行业准入和产业升级问题、居民五项需求（吃、穿、住、行、服务）、税费问题进行。其中价格问题中公用事业要素价格可能是方向，行业准入（非公 36 条）主要体现在关键垄断领域如电信、铁路等；居民需求角度将主要体现在食品质量与服务方面，尤其是公共服务；税费可能突破口在于税负过重行业减税以及接近解决重复征税问题，从而利于价格下行，以扩大消费需求。

2、弥补或纠正此前结构问题带来的机会。

由于政策变动往往以解决上轮周期中的问题为主，上轮周期的核心问题为资本形成过高，储蓄率过高，高级生产领域扩张过度，后续将被迫解决该问题，多数与之相关的行业将受到较大负面影响，而此种变化也将逐渐扭转长期以来的实际购买力下降问题，从而使得消费品市场保持平稳发展。从政策角度看，历次调整过程均伴随着大规模公共建设的现象，总体偏向于投资的角度，后续经济疲弱过程，由于面临总储蓄相对不足的天花板，继续依赖大规模投资将不切实际，且带来的结构性风险较大，因此从投资角度筛选相关机会，需要附加更多条件，即行业处于相对细分领域，对总投资的影响不大，且该行业的投资拉动的相关产品需要具有专用性，即避免单个产品景气，总体疲弱的可能。

图表 28 历次经济调整过程中的制度改革

时间	主要制度改革	受益行业企业类型
80 年代初	推进改革开放的希望	
80 年代末 90 年代初	市场经济体制确立、股份制再探索、要素价格改革中生产资料价格并轨、分税制	普遍受益

90年代后半期	粮食流通体制改革、投融资体制改革、财政税收制度改革、医疗制度改革、房地产改革等；解决国有企业亏损并为后来国进民退奠定基础；要素价格中劳动力价格市场化、改革金融系统，确立商业银行自主经营、调整政府机构	房地产、银行业、困难国企、农业 等待
此次可能机会	民营资本准入、医疗改革、税收改革、要素价格中利率市场化，公用事业价格、公共服务体系	中小企业、医疗、汽车、公共服务等

资料来源：华创证券

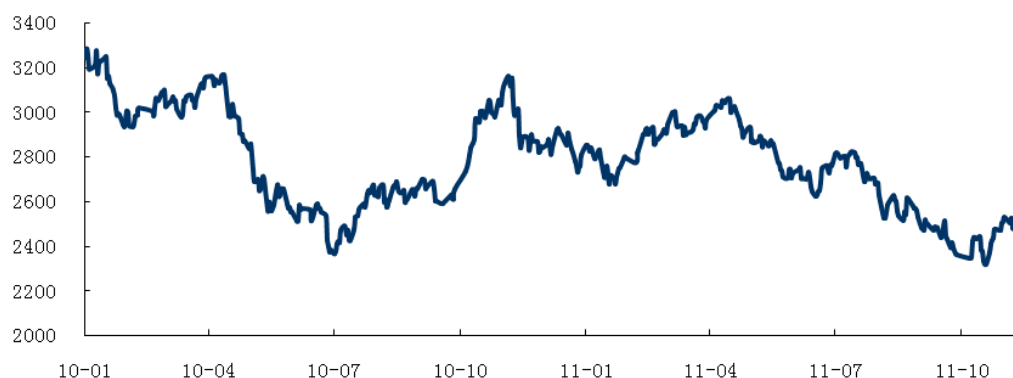
四、证券市场破茧机会

（一）清算之前的市场波动

清算趋势中的流动性争夺是关键，A股市场形成非常鲜明的季度效应特征。清算过程的核心特征为盈利差异趋同、价格普遍下滑以及对流动性的争夺，而清算速度与政策抵制清算的力度成正比。因此在清算完成之前：阶段性流动性争夺最激烈时，往往伴随盈利预期下滑最快、价格下滑最快，同时政策反清算力度最大，因此2010年以来的A股市场形成了非常鲜明的季度效应特征，季末（春节）往往成为阶段性转折点的重要时刻，该特征仍将持续；

首尾机会概率较大，2012年年末清算可能接近尾声。年末季初地产调控、资金清偿、欧债问题等可能造成对流动性的争夺相对激烈，存在阶段性机会契机；如果政策应对清算的措施合适，明年末可能出现清算接近尾声的情形，即货币需求降低的信号，从而呈现中长期机会。

图表 29 2010 年以来的上证指数季末效应：阶段性转折点



资料来源：wind

（二）清算之后：弱经济、强股市

清算结束之后，经济仍然相对较弱，但经济疲软未必一定有股市疲软。对流动性的争夺结束后，货币需求下降，资金价格下行带来估值中枢上移，且经济主要风险得到释放，经济底部依稀可见，A股将呈现“弱经济，强股市”特征。

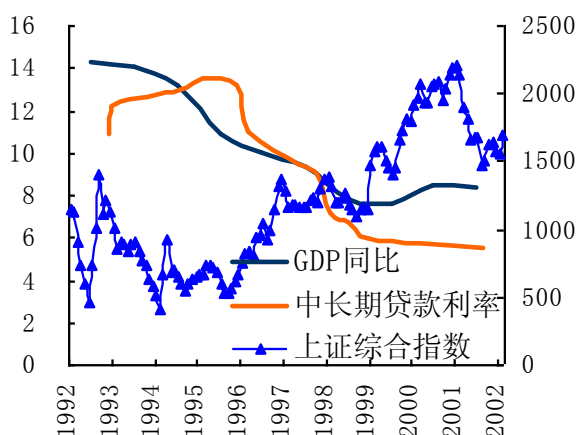
清算底部出现之后，证券市场受益于资金结构再次长期化，从而破茧重生。资产市场作为高级生产领域的最典型代表，首先体现货币调整带来的清算、收缩效应，随着清算接近尾声，证券市场具有的较好流动性、适宜分散型、小规模资本享受后续资金结构再次长期化带来的效益，将迎来破茧重生机会。

经济调整过程中并购交易频发，证券市场成为产业资本暂时歇脚场所。清算过程行业盈利趋同并下降，实业预期收益率不高，产业资本可能暂时进入产业的所有权市场（股权），因此经济调整中并购交易频发，证券市场同样受益。

流动性好转带来估值贴现因子转折，估值中枢上移。对流动性的争夺结束后，货币需求下降，资金价格下行，利于依赖长期估值贴现的证券市场表现，后续进行了参考性预估。

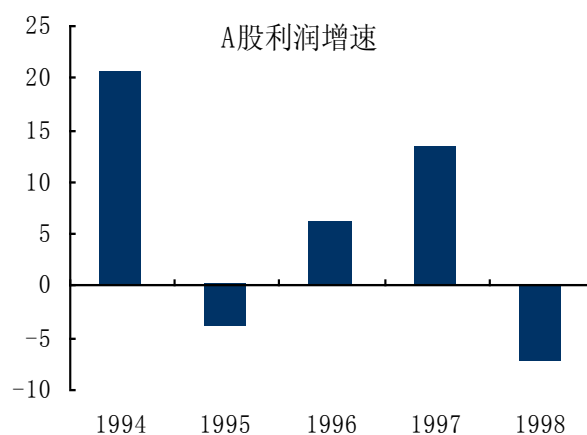
相对弱经济，相对强股市。一般而言，强劲增长阶段一般伴随证券市场的出色表现，而经济疲弱过程往往伴股指相对低迷表现，但经济疲软未必一定有股市疲软，如 1923 年至 1927 年以及 80 年代初期的美国，90 年代中期的中国证券市场，均呈现出相对较弱经济下的较强股市表现。从主要催化因素看，利率的下行可能是重要原因之一，且经济主要风险已经得到释放。因此一旦清算过程接近尾声，A 股存在破茧重生机会。

图表 30 中国 90 年代的实体与股市

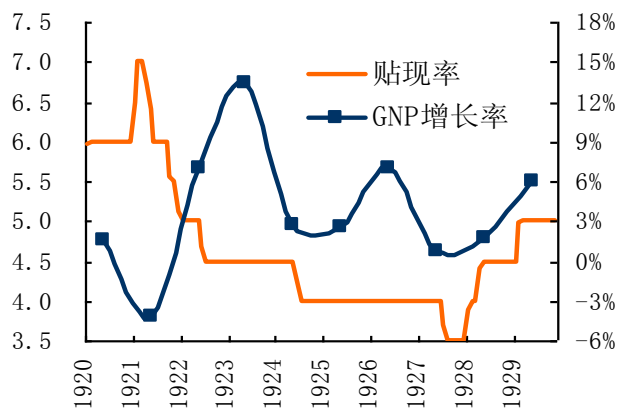


资料来源：Wind、华创证券

图表 31 90 年代后期股市上涨与利润脱钩

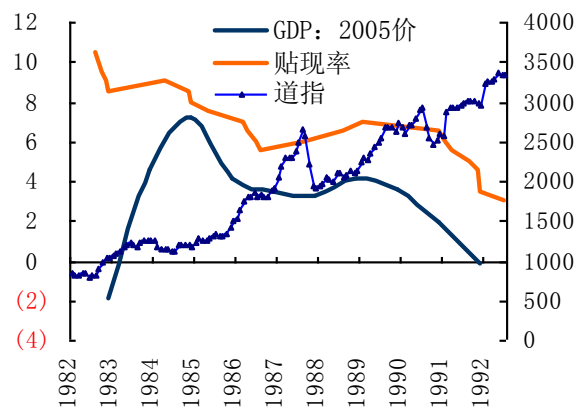


图表 32 1923 至 1928 年美国弱经济、强股市



资料来源：Wind、华创证券

图表 33 美国 80 年代的实体与股市



（三）参考点：下限 2200-2300，上限 2900-3100

1、产业资本角度的参考点：2200 至 3100

根据托宾 Q 测算的产业资本吸引力水平为上证 2238 点，但 3100 点左右将不具有吸引力；按照纯粹理论值即托宾 Q 等于 1 计算，极限为 1700 点左右，但这种状况的发生需要极度悲观的基本面背景，例如经济失速下滑的情况下。

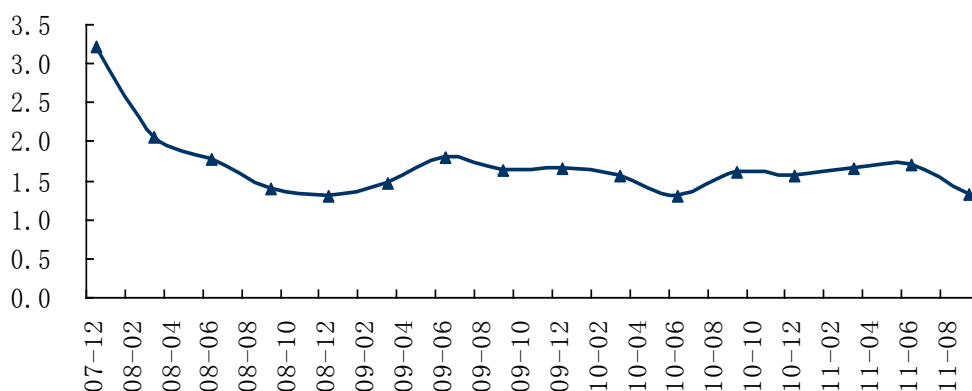
2、贴现角度的参考点：2364 至 2922

假设未来 5 年平均 10%业绩（类似 1994 至 2002 年 8%水平），永续增长 3%，分红按照最新分红占总市值比 2%左右，3 季度加权贷款利率 8%作为贴现率，理论总市值约为 30 万亿左右，大致相当于上证综指 2448 点左右，即目前市场隐含了未来 10%的业绩增长，而 2900 点则隐含明年预期后年 15%左右业绩增长；

如果业绩下滑至 5%（类似 1995 年至 1999 年 6%水平），则为 2000 点左右。但该假设未考虑贴现率的下降，即一旦预期 5%的业绩增长，则贴现率下滑可能出现，如下滑至 7%则对应 2440 点左右。

上述方法仅提供一定角度的参考点，核心在于清算进程进展。

图表 34 产业资本与金融资本的再均衡：上证 2238 点为近三年托宾 Q 支撑点



资料来源：华创证券

图表 35 简单贴现角度的参考点：上证 2364 点大致隐含 10%业绩增长

关键因素	情景 1	情景 2	情景 3	情景 4	情景 5	情景 6
业绩增长率	5%	5%	10%	10%	15%	15%
分红占比	2%	2%	2%	2%	2%	2%
贴现率	7%	8%	7.00%	8%	7%	8%
对应市场水平	2448	1896	3060	2364	3791	2922

资料来源：华创证券

五、清算过程中的行业机会

（一）多数资本品仅具反弹机会，关注新型工业品

在受到清算的高级投资领域中，行业的未来前景很大程度上决定于产能扩张的程度。

多数普及型工业、原材料行业仅有反弹机会，投资应该选择产能扩张较低的行业、以及产能扩张较大行业的下游（上游产能扩张后价格将下降，下游行业受益于成本下降）。普及型工业品和原材料，过度投资显著，尤其是 09 年以来产能扩张过大，对本行业影响将在随后较长时期体现。如一般金属矿采选业、化学原材料及制品业近年产能扩张巨大，其上游相关机械将面临清算风险，同时自身也将受此影响，该角度的机会来自于其下游靠近消费的行业。具有消费品质性的下游行业有可能受到扩张的正面影响。如近 3 年氧化铝产能大致为前 7 年的 1.28 倍，产能释放将对价格形成抑制，相关下游行业将受益。下游行业中，如今年以来受成本影响较大的电子信息产品和设备，由于消费仍将保持稳定发展，上游成本的回落有利于行业毛利水平。

新型工业品为主要亮点，虽然部分行业产能扩张较大，但渗透率相对仍然较低，具有技术门槛上游细分行业也具有投资价值。部分新型工业品近年产能扩张也相对较大，但释放的信号可能有所不同，新产品具有渗透率较低的优势。这些产能扩张较大的工业品，以及具有技术门槛性质的上游细分行业仍然具有较大空间，如近年来燃气产能和核电产能扩张均较大，类似行业受到清算的可能性较小。推荐天然气开采产业链、核电产业链、海工产业链、北斗系统产业链。

（二）消费品关注渗透率

清算过程中，物价下行，终端需求消费品受益于实际购买力边际改善。消费品的渗透率决定了行业未来的出彩程度。对于普及型消费品，主要享受业绩增长带来的收益，估值溢价进一步提升空间有限；对于低渗透率消费品，将继续享受估值溢价与业绩高成长带来的双倍益处。

大类渗透率上，消费品中食品、日用、耐用、服务中，服务为渗透率最低的产品，其中公共服务角度的教育、卫生、环境、水利、公共安全、信息服务等，私人角度的医疗、保健、养老、休闲娱乐等均值得关注。

未来政策刺激的着眼点仍可能在可选消费。作为反清算的政策措施，刺激消费后续被再次利用的可靠性较高，从效果角度将，可选消费品弹性更大，对收入更加敏感，实际消费能力的提升（无论来自产品主动降价还是被动补贴后降价）对这些行业更为有利。

分品种来看，消费品的投资机会可能在如下方面：

- 1) 食品饮料：关注质量、品牌，渗透率，推荐白酒、葡萄酒、冷冻食品、保健食品；
- 2) 耐用品：关注低普及率、经济拉动作用以及产能扩张较大行业上游核心零部件；
- 3) 家庭小件耐用品：如服装、玩具、装饰、家具，关注时尚性，推荐户外服装、家纺、汽车及零部件、冰箱、医疗保健设备等；
- 4) 日化产品：关注保健类新产品；
- 5) 服务：公共设施服务关注公共安全、医疗卫生、生活垃圾、环境监测服务、信息服务、智慧城市等；
- 6) 私人服务领域：关注智能信息服务、医疗服务、影视娱乐、体育旅游；

六、选股思路 ----把握 2012 年的确定性事件机会

（一）市场背景

在没有出现经济失速下滑背景下，经济自然调整清算过程，有利于结构性变化，市场整体环境好于 2011 年，具备结构性机会存在的背景，但在清算过程接近尾声之前，大幅上升空间依然较难，持续增长能力强的标的是我们的首选。因此我们的选股既要秉承前面对行业机会的分析，也要考虑 2012 年各行业确定性机会的概率，还要综合考虑当前的估值与标的的成长性。

（二）选股思路

1、当前经济背景下的受损部门和整体增速下移的部门保持谨慎。

- 1) 出口部门：从宏观经济各部门看，出口面临趋势下滑风险，尽管部分行业或企业受益于出口结构的改变，但与出口相关的企业未来盈利不确定概率较大。
- 2) 投资部门：多数此前受益于投资过度扩张的行业面临清算风险，其未来的增长路径很可能随着经济的增长保持平稳增长，整体增速下移可以预见，难以出现持续的超预期增长，机会主要来自阶段性的估值比较，其市场表现更可能只是阶段性的。

2、居民消费扩张确定性高。

1) **大众消费中**，白酒和纺织服装保持了持续的稳定增长，特别是明年预期的 CPI 仍有 4% 左右的背景下，白酒仍存提价预期，我们的建议标的是贵州茅台、泸州老窖；而纺织服装中，我们更偏向于户外休闲的探路者（户外休闲行业能看到行业 3-5 高增长，而探路者的催化因素是明年业绩可能超预期）。

2) **医药行业扩容趋势不改，长期增长趋势明确，以医疗扩容、消费升级及创新为投资重点获得超额收益的可能性将超过行业整体配置。**筛选标的分别是：医疗服务行业的通策医疗（公司有望借政策东风实现外延式扩张走医疗集团化道路）；属于消费升级的片仔癀（片仔癀产品以天然麝香入药，原料由国家统一供应，极大限制产能，有别于其他产品，随着天然麝香货源逐渐紧缺，我们认为片仔癀提价是必然趋势，3 年内价格有望倍增，公司业绩有望保持快速增长。）；创新能力强的瀚宇药业（首仿产品较多，首仿产品特利加压素以及即将上市的首仿产品卡贝缩宫素有望成为重磅药物，公司和科信必成合作缓控释制剂有望再造几个大品种，未来制剂出口有望提升公司估值，我们认为公司 5 年 10 倍值得期待）。

3、政府投资和政府需求确定性较高的行业。

1) **水利投资是当前政府政策和财政的着力点，水利投资未来 10 年水利投资 4 万亿，确定性高，持续性强。**我们寻找细分市场可望受益的标的。建议标的：南方泵业（兴修水利，水利泵将产生增量需求。南方泵业的主业是供水泵，但今年 8 月收购了湖南的长河泵业，进军水利泵，因此，也是有望从中受益）。

2) **环保是多年来持续的话题，既有政府政策的推动，也来自生态环境的倒逼，但在资本市场的积极关注下，不少标的已经估值偏高，因此，选择标的要综合市场表现和基本面情况。**建议标的：碧水源（看好合资公司模式和水务产业链上布点模式，催化剂因素是水价提高，再生水应用加大）。

3) **北斗卫星组网、综合产业环境培育、技术演进等进程，我们判断，我国的卫星导航产业将在 2013 年迎来业绩爆发，预期北斗产业化将经历“军方先导、行业示范、民用推广”三个阶段。**因此，能够进入壁垒较高的军方市场的相关标的是我们的首选标的：华力创通（在仿真模拟领域高速增长使得公司有一个稳定的业绩增长基础，进入北斗二代通装也有望为公司带来较大增量。）和国腾电子（在北斗一代中占 40% 市场份额，并进入北斗二代通装，此外 DDS 和安防订单有望成为公司的增长催化剂）。

4、受益于社会进程推动行业，也具有较高的确定性。

1) **公共安全、信息服务和智能化管理。**社会进程推进和技术进步的结果，出现智慧城市的概念，其建设中蕴含智能交通、平安城市、数字城市三大金矿，发展空间大。建议标的：信雅达（2011 年 11 月 2 日限制性股票的股权激励授予，银行 IT 业务势头强劲带来业绩拐点），银江股份（公司拥有的智能交通、智能医疗、智能建筑三大业务板块均具有广阔市场前景，其智能交通业务产品全，规模大）。

2) **机器替代和机器升级。**发展高端装备制造的核心之一是工业自动化，这个领域的龙头企业受益于政策推动、产业升级需要、劳动力成本上升之下的机器替代和进口替代，建议标的：汇川技术（长期增长明确的公司，明年新能源汽车、纺织伺服逐渐为公司创造增长点）。

3) **光通信和移动支付。**国内光纤宽带网络建设处于快速发展中，因此，可关注 FTTx 建设大潮中的受益者，建议标的：日海通讯（ODN 领域产业链最丰富的成长型公司），此外我们特别提示关注具有移动支付 2.4G 技术的国民技术，关注其可能的定位变化。

4) **能源领域油气设备。**中国已成为能源消耗大国，对天然气开采的需求使得天然气装备将成为未来投资热点。建议标的：蓝科高新（LNG 球罐爆发增长）。

图表 36 组合个股推荐

序号	公司	行业	分析师	EPS				PE			2011 3Q	
	代码	总市值(亿元)	评级	10A	11E	12E	13E	11E	12E	13E	营收增长	毛利率
1	贵州茅台	日常消费	薛玉虎	4.86	8.4	10.91	13.44	24	19	15	46.30%	91.50%
	600519	2,082	强推									
2	泸州老窖	日常消费	薛玉虎	1.58	2.06	2.71	3.4	20	15	12	49.50%	66.90%
	000568	581	推荐									
3	探路者	可选消费	区志航、唐爽爽	0.2	0.38	0.7	1.01	49	27	18	68.80%	48.70%
	300005	53	强推									
4	通策医疗	医疗保健	廖万国	0.31	0.5	0.7	0.97	47	33	24	30.10%	47.50%
	600763	38	推荐									
5	片仔癀	医疗保健	廖万国	1.39	1.89	2.76	3.88	42	29	20	15.60%	46.60%
	600436	110	强推									
6	翰宇药业	医疗保健	廖万国	0.53	0.83	1.29	2.02	48	31	20	39.00%	76.00%
	300199	39	强推									
7	南方泵业	工业	谢天卉	0.62	0.7	0.98	1.2	26	19	15	40.30%	34.60%
	300145	26	推荐									
8	碧水源	公用事业	谢天卉	0.6	1.1	1.8	2.49	45	27	20	66.20%	37.40%
	300070	149	推荐									
9	华力创通	信息技术	赵花荣	0.39	0.51	0.71	1.03	39	28	19	49.70%	47.50%
	300045	31	推荐									
10	国腾电子	工业	赵花荣	0.48	0.52	0.73	1.02	58	42	30	7.00%	55.00%
	300101	48	推荐									
11	汇川技术	工业	张文博	1.26	1.81	2.73	4.13	40	27	18	68.70%	55.60%
	300124	153	强推									
12	信雅达	工业	梁上	0.19	0.38	0.55	0.75	28	19	14	17.80%	49.20%
	600571	20	强推									
13	银江股份	信息技术	梁上	0.27	0.42	0.59	0.86	37	26	18	39.50%	30.40%
	300020	35	强推									
14	日海通讯	信息技术	刘洪军	1.01	1.57	2.03	2.6	32	23	18	55.00%	32.00%
	002313	47	推荐									
15	蓝科高新	能源	周晓东	0.35	0.53	0.71	0.91	25	19	15	10.00%	40.20%
	601798	41	推荐									

资料来源：华创证券

策略组分析师介绍

策略组组长 策略高级研究员：**郭艳红**

西南财经大学硕士研究生，2007 年供职于平安证券，2009 年供职于华创证券，5 年从业经验

投资组合研究 策略高级研究员：**李虹蓉**

重庆大学工学硕士。曾供职于平安证券宏观策略部，从事宏观经济研究、流动性分析，9 年从业经验。

策略研究员：**胡国鹏**

西南财经大学硕士研究生，2009 年加入华创证券，2 年证券从业经验

策略助理研究员：**钟青**

对外经贸大学硕士研究生，2009 年加入华创证券，2 年证券从业经验

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinying@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A

邮编：100033

传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼

邮编：518040

传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座

邮编：200122

传真：021-50583558