

方正证券研究所证券研究报告
策略组

2011 年 12 月 23 日

尹哲
执业证书号：S1220511020010
电话：010-68584801
电邮：yinzhe@foundersc.com

赵伟
执业证书号：S1220511020009
电话：0731-85832387
电邮：zhaowei@foundersc.com

联系人：吴言林
电话：010-68584861
邮件：wuyanlin@foundersc.com

联系人：陈敏
电话：0731-85832241
邮件：chenmin3@foundersc.com

联系人：曾岩
电话：010-68582873
邮件：zengyan@foundersc.com

联系人：张佳
邮件：zhangjia@foundersc.com

请务必阅读最后特别声明与免责条款

“九四，或跃在渊，无咎”——出自《易经》，释义：龙或腾跃上进，或退处在渊，审时度势，确保无忧。

中国经济再平衡势在必行，经济结构转型面临挑战。

在世界经济尚未走出困境，全球经济增长面临挑战之际，中国作为世界上最大的出口导向战略国家，面临外需持续下降而引起经济增长动能不足的风险，而“双向正反馈效应”将会进一步恶化这种负面影响。如果不改变这种严重依赖于外需的出口导向型发展模式，中国经济未来不容乐观。在这种全球宏观背景下，中国经济“再平衡”之路将势在必行。我们认为中国经济实现再平衡最关键之处在于投资结构转型。

经济再平衡之政策选择

经济再平衡的关键在于投资转型，大力推进高附加值、高技术含量产业的发展 and 扩大内需。面对结构性问题财政政策和行政手段的“精准打击”能力更强，而货币政策更多是在经济增长和通胀之间起到平衡作用。具体到各方面我们认为需要坚持房地产调控；加速发展新兴产业，促进经济结构转型；促民生和财税改革。

明年市场展望：上证指数运行区间（2100, 2900），看好民生性行业和新兴产业相关投资机会。

政策的相机抉择将对市场形成双向抑制，即向上空间和向下空间均受抑制。我们认为明年市场运行区间大致为（2100, 2900）。行业配置方面：受益于积极财政政策，我们看好新兴行业中物流、页岩气开采、核能以及云计算等行业，以及民生性行业中生物医药、农业机械以及智能交通等行业；考虑到明年经济基本面下行风险，我们看好商贸零售、金融服务等防御性板块，而传统周期性行业仅具备交易性投资机会。结合基本面水平、估值水平以及市场情绪面三个维度，我们认为可以长期配置金融服务、食品饮料、商贸零售。同时应该根据经济基本面和政策变化关注通信服务、计算机、新能源（页岩气）、建筑建材，医药生物和逆周期食品饮料以及中央经济会议重点导向的旅游行业。

做空机制不断完善或将带来 A 股投资理念变革。

做空机制不断完善，在长期对中国资本市场有重要意义。它不仅能够提供给投资者更多的投资策略选择，更重要的意义在于它对传统投资理念的革新作用，甚至会引领 A 股市场投资盈利模式的转变。

目 录

1. 出口导向战略之殇	7
1.1 出口导向型经济基于买方信贷之“双向正反馈”效应.....	7
1.2 “双向正反馈”模式能否长久维系?	7
2. 再平衡之路——路漫漫其修远兮	13
2.1 当前正是“再平衡”之良好时机.....	13
2.2 “再平衡”路径.....	14
2.2.1 失衡表现.....	14
2.2.2 再平衡之关键——投资转型.....	14
2.3 转型阵痛——经济增长中枢下行.....	16
3. 经济再平衡之政策选择	18
3.1 坚持房地产调控	18
3.2 加速发展新兴产业，促进经济结构转型.....	18
3.3 “促民生”为民生性行业带来投资机会.....	20
3.4 税收政策频出，内需有望迎来新一轮增长.....	21
4. 货币政策整体基调为稳健，但好于 2011 年.....	23
4.1 通胀回落	23
4.2 通胀隐忧仍存	23
4.3 2012 年货币政策继续保持稳健	24
5. 2012 年市场展望与行业配置	25
5.1 市场运行区间 2100-2900	25

5.2 配置谋略.....	26
5.2.1 新兴产业、跟随政策.....	27
5.2.2 民生行业 长期关注.....	30
5.2.3 防守行业、积极参与.....	32
5.2.4 传统周期行业，具备交易性投资机会.....	33
5.2.5 结合估值水平，挑选配置行业.....	33
5.3 行业股票组合.....	35

6、做空机制不断完善或将带来 A 股投资理念变革..... 36

6.1 卖空机制为投资者提供更多的投资策略，更丰富的投资盈利模式.....	36
6.1.1 卖空机制为市场提供双向操作机会.....	36
6.1.2 卖空机制下的高级操作策略——对冲基金策略简介.....	37
6.2 卖空机制对股市影响是把双刃剑.....	39
6.3 卖空机制会使量化投资技术得到更大程度的发挥.....	39

图 表 目 录

图表 1: 出口导向战略国家之“双向正反馈”效应	7
图表 2: 德国 2010 年出口结构（出口份额超过 1%）	8
图表 3: 德国 2010 年对欧盟内部出口结构	8
图表 4: 金融危机后欧洲经济增长乏力，德国出口受之牵连（%）	8
图表 5: 中国 2010 年出口结构	9
图表 6: 尽管市场份额下降，但美国仍为中国重	9
图表 7: 危机后美欧经济增速乏力，中国出口高增速难以为继（%）	9
图表 8: 2010 年中国出口行业结构（HS 分类）：机电、纺织以及化工等传统制造业为主导	10
图表 9: 中国出口增速中枢下移	11
图表 10: 主要出口制造业投资增速水平不高	12
图表 11: 目前经济增速放缓，但好于 2008 年	13
图表 12: 实际增速高于规划增速（%）	13
图表 13: 先行指标走低预示未来增速可能下降	13
图表 14: 工业增加值趋稳但趋势下行（%）	13
图表 15: 我国 GDP 增长高度依赖于投资拉动（%）	14
图表 16: 中国经济转型路径图：投资转型是关键	15
图表 17: 投资增速有所下降，但绝对水平依旧较高（%）	15
图表 18: 第一产业投资增速较快（%）	16
图表 19: 中央项目投资增速开始负增长（%）	16
图表 20: 转型期的经济增长：日本（%）	17
图表 21: 转型期的经济增长：台湾（%）	17
图表 22: 房地产开发投资完成额占 GDP 比重	18
图表 23: 中房上海综合指数	18
图表 24: 新兴产业及技术目标	19
图表 25: 新兴产业政策支持路径	20
图表 26: 城镇居民可支配收入和财政收入增速对比	20
图表 27: 城镇居民可支配收入和财政收入占 GDP 比重	20
图表 28: 居民收入分配差距不断加大	21

图表 29: 国家领导人多次在重要场合提及民生问题重要性	21
图表 30: 民生性行业投资领域以及可能受益的行业	21
图表 31: 税收政策改革目标简介	22
图表 32: M1 增速与 CPI 对比图	23
图表 33: CPI、PPI 增速与 GDP 增速对比图	23
图表 34: M2/GDP	24
图表 35: 刘易斯拐点	24
图表 36: 经济结构转型推升通胀中枢	24
图表 37: 全年走势展望	25
图表 38: 日经指数 70 年代走势图	26
图表 39: 上综指近年来走势图	26
图表 40: 日本股市振幅	26
图表 41: 上综指振幅	26
图表 42: 上证综指敏感性测算表	27
图表 43: 淘宝网销售额飞速发展 (亿元)	28
图表 44: 今年以来火电发电量下滑	29
图表 45: 火电厂持续亏损	29
图表 46: 核电投资有望恢复 (%)	29
图表 47: 卫生支出占比 GDP 持续上升 (%)	30
图表 48: 中国卫生费占比 GDP 处于较低水平	30
图表 49: 中药材指数下滑	31
图表 50: 65 岁以上老人占比迅速提升	31
图表 51: 农村人口占比下滑明显 (%)	31
图表 52: 国内水泵行业销售额预测 (亿元)	31
图表 53: 银行业绩增速处在高位 (%)	32
图表 54: 银行 PB 处于历史低位	32
图表 55: 上证成交金额下降明显 (亿元)	33
图表 56: 转融通业务的提升将增厚券商业绩	33
图表 57: 行业绝对估值水平 (PE)	33
图表 58: 行业绝对估值水平 (PB)	33

图表 59: 相对估值水平 (PE)	34
图表 60: 相对估值水平 (PB)	34
图表 61: 相关行业政策规划	34
图表 62: 行业配置	35
图表 63: 行业股票推荐组合	35
图表 64: 融资融券以及股指期货发展历程	36
图表 65: 卖空机制下的简单交易策略	37
图表 66: 对冲基金策略介绍	38
图表 67: 卖空机制的“缓冲器效应”	39

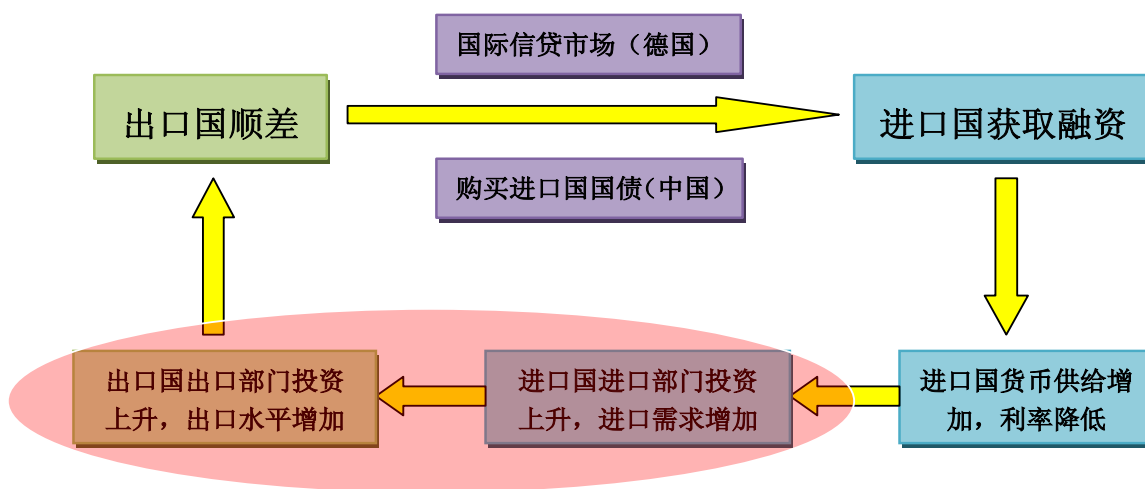
1. 出口导向战略之殇

出口导向战略着重于利用国外资源与开拓国际市场，以生产出口产品带动本国经济的发展即主要以出口的增长来带动一国经济增长的战略模式，属于外向型经济。回顾历史，很多新兴市场国家（60 年代的日本、80 年代中后期的台湾等）都是经由出口导向战略获得成功。但这些出口导向战略国家在发展到一定阶段的时候都会面临着经济增长模式不可维系，急需转型的问题。中国目前也来到转型的十字路口，我们从出口导向型经济模式开始分析，来阐述中国经济转型的必要性。

1.1 出口导向型经济基于买方信贷之“双向正反馈”效应

对于中国和德国这两个典型的出口导向战略国家来说，两国对其主要对手国美国和欧盟其他国家形成贸易顺差，但资金通过一定的渠道又回流至进口国。资金的回流进一步增加了进口国的货币供给，利率下降进一步刺激进口部门的投资水平，使得进口需求进一步加强，这又反馈到出口国的出口增加。如此一来，进口国的进口需求和出口国的出口水平均处于不断“自我强化”的双向正反馈的循环圈之中。

图表 1：出口导向战略国家之“双向正反馈”效应



资料来源：方正证券研究所

1.2 “双向正反馈”模式能否长久维系？

在这种经济运作模式下，进口国的进口部门需求能否维持稳定增速是个关键。如果进口国的进口需求因为外部冲击等因素而意外下降，那么这种“双向正反馈”模式将会沿着相反的路径发展，其结果就是进口国的进口需求不断萎缩，进口部门相关的投资水平也会相应下降；出口国的出口水平以及相关部门的投资水平也会因为外部需求不足而产生较大幅度下滑。

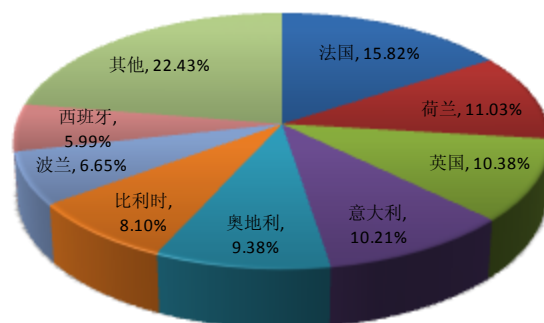
从德国出口贸易结构来看，德国与欧盟成员国的区域内交易占据了将

近 60%，欧盟成员国的进口需求在很大程度上决定了德国的出口水平。自金融危机以来，欧盟国家经济增长整体陷入低迷。即使在 09 年增速有所回升，但随着欧债危机不断升级，近期欧盟各国增速又开始下行。与此同时，虽然来自中国以及其他新兴市场的进口需求依旧维系一定的增速，但欧洲整体经济增长的趋势下行还是使德国出口增速中枢面临较大下行压力。

图表 2：德国 2010 年出口结构（出口份额超过 1%）

国别	份额
欧盟	59.73%
美国	6.83%
中国	5.59%
俄罗斯	2.75%
土耳其	1.69%
日本	1.37%
巴西	1.08%
韩国	1.07%

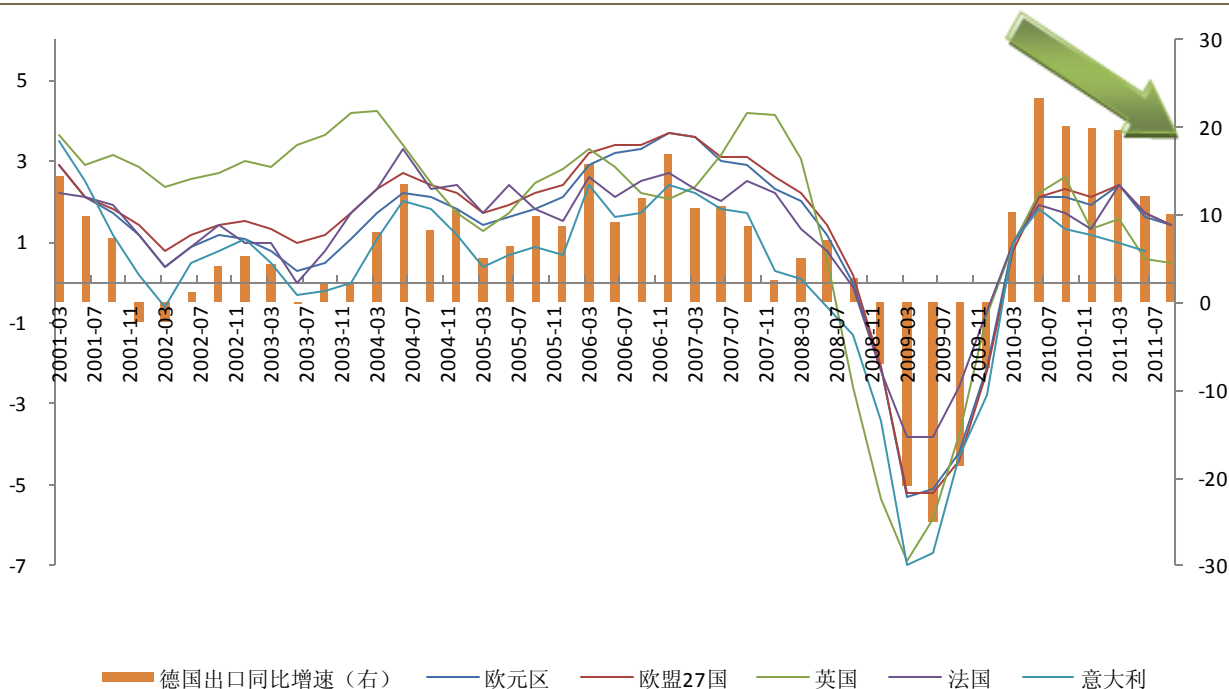
图表 3：德国 2010 年对欧盟内部出口结构



资料来源：UN Comtrade, 方正证券研究所

资料来源：UN Comtrade, 方正证券研究所

图表 4：金融危机后欧洲经济增长乏力，德国出口受之牵连（%）



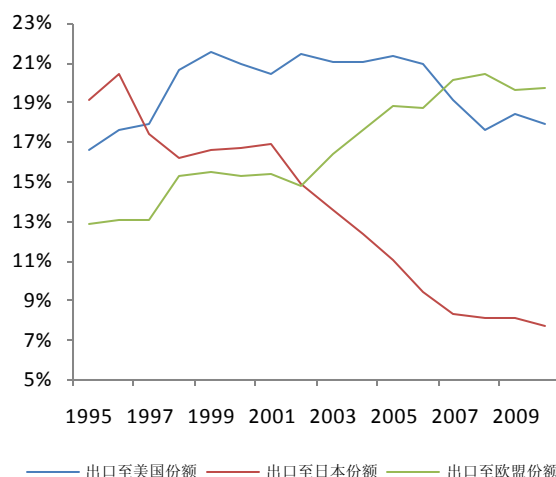
资料来源：Wind, 方正证券研究所

对于中国而言，美日欧是中国出口的三大目的地。尽管 06 年以后由于人民币对美元不断升值，美国在中国出口市场份额占比不断下降，但从单个国家角度来看，美国依然是中国最重要的出口市场。08 年金融危机之后，美日欧经济增速在全球流动性泛滥的背景之下曾经短暂走强，但进入 2010 年第四季度以来，发达经济体增速又重新陷入低迷。从 2011 年第三季度增长数据来看，仅日本经济增速趋势向好（也仅仅是勉强结束负增长），而美国和欧洲经济增速依然没能摆脱其下行颓势，二次探底风险仍不能排除。

图表 5：中国 2010 年出口结构

国别	份额
欧盟	19.73%
美国	17.99%
香港	13.84%
日本	7.67%
韩国	4.36%
印度	2.59%
新加坡	2.05%
亚洲其他国家	1.88%
俄罗斯	1.88%
其他	28.01%

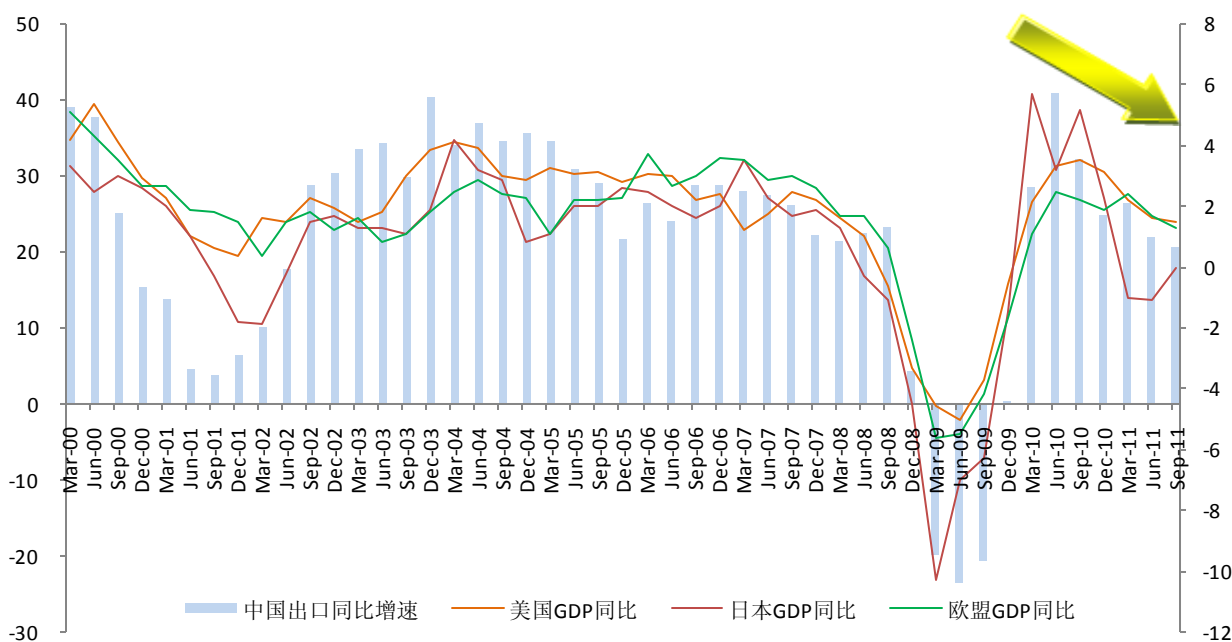
图表 6：尽管市场份额下降，但美国仍为中国重要出口市场



资料来源：UN Comtrade, 方正证券研究所

资料来源：UN Comtrade, 方正证券研究所

图表 7：危机后美欧经济增速乏力，中国出口高增速难以为继（%）



资料来源：Wind, 方正证券研究所

接下来我们以中国为例，考察这种“双向正反馈”效应在行业层面对于出口导向战略国的影响。从 2010 年中国出口结构来看，中国出口主要集中于机电、纺织以及化工等传统制造业。

图表 8：2010 年中国出口行业结构（HS 分类）：机电、纺织以及化工等传统制造业为主导

	占比
机电、音像设备及其零件、附件	44.28%
纺织原料及纺织制品	12.64%
贱金属及其制品	7.02%
车辆、航空器、船舶及运输设备	5.63%
杂项制品	5.62%
化学工业及其相关工业的产品	4.75%
光学、医疗等仪器;钟表;乐器	3.59%
塑料及其制品;橡胶及其制品	3.14%
鞋帽伞等;已加工的羽毛及其制品;人造花;人发制品	2.78%
矿产品	1.93%
石料、石膏、水泥、石棉、云母及类似材料的制品;陶瓷产品;玻璃及其制品	1.72%
生皮、皮革、毛皮及其制品;鞍具及挽具;旅行用品、手提包	1.47%
食品;饮料、酒及醋;烟草及制品	1.23%
植物产品	1.01%
珠宝、贵金属及制品;仿首饰;硬币	0.79%
木浆等;废纸;纸、纸板及其制品	0.79%
活动物;动物产品	0.76%
木及制品;木炭;软木;编结品	0.71%
特殊交易品及未分类商品	0.09%
动、植物油、脂、蜡;精制食用油脂	0.02%
艺术品、收藏品及古物	0.01%
武器、弹药及其零件、附件	0.01%

资料来源：Wind，方正证券研究所

我们通过计算各行业出口增速三年和五年的复合增速（数据均截止 2010 年）来考察出口增速未来发展趋势。可以看到，不仅是总出口，机电、纺织以及化工等在中国占据较大出口比例的行业五年复合增速高于三年复合增速，这说明中国出口增速的中枢在下移。2010 年下半年开始到现在，中国出口同比增速处于下行通道中。而在未来一段时间内，欧债危机愈演愈烈以及美国经济复苏举步艰难，都将会对中国的出口增速造成相当大的压力。

图表 9：中国出口增速中枢下移

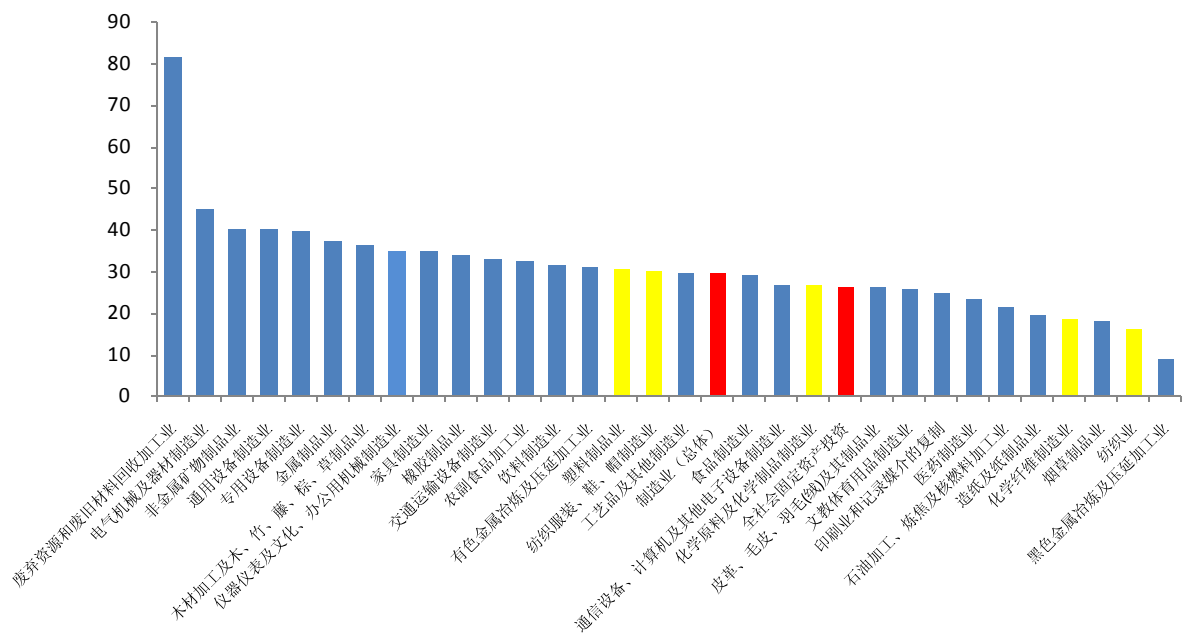
	三年复合增速	五年复合增速
活动物;动物产品	17.53%	11.03%
植物产品	12.13%	12.26%
动、植物油、脂、蜡;精制食用油脂	4.09%	-1.12%
食品;饮料、酒及醋;烟草及制品	5.55%	7.02%
矿产品	8.95%	7.28%
化学工业及其相关工业的产品	13.63%	14.72%
塑料及其制品;橡胶及其制品	10.73%	10.85%
生皮、皮革、毛皮及其制品;鞍具及挽具;旅行用品、手提包	12.43%	8.61%
木及制品;木炭;软木;编结品	-0.61%	2.45%
木浆等;废纸;纸、纸板及其制品	10.50%	12.46%
纺织原料及纺织制品	6.36%	7.64%
鞋帽伞等;已加工的羽毛及其制品;人造花;人发制品	12.81%	10.83%
石料、石膏、水泥、石棉、云母及类似材料的制品;陶瓷产品;玻璃及其制品	14.15%	11.85%
珠宝、贵金属及制品;仿首饰;硬币	15.59%	12.70%
贱金属及其制品	-1.39%	5.36%
机电、音像设备及其零件、附件	9.73%	11.03%
车辆、航空器、船舶及运输设备	17.30%	18.25%
光学、医疗等仪器;钟表;乐器	11.71%	9.72%
武器、弹药及其零件、附件	18.50%	19.99%
杂项制品	8.70%	9.95%
艺术品、收藏品及古物	28.90%	19.91%
特殊交易品及未分类商品	-12.32%	-9.41%
总出口	9.02%	10.24%

资料来源：Wind，方正证券研究所

接下来我们考察国内制造业投资的状况。06-10 年，总体制造业的平均增速为 29.6%，高于全社会固定资产投资 26.32% 的增速。几个出口比重较大的行业投资增速都不高，其中化学纤维制造业、纺织业增速远低于全社会固定资产投资增速；化学原料及化学制品制造业增速仅略高于全社会固定资产投资增速；塑料制品业以及纺织服装、鞋、帽制造业的增速略高于整体制造业的投资增速。出口主要行业的投资水平下降，意味着中国出口增速的下行已经开始影响到相关行业的投资。如果以后相关行业投资水平进一步下滑，会导致产品供给减少，进而减少出口水平。

总之我们认为，在世界经济尚未走出困境，全球经济增长面临挑战之际，中国作为世界上最大的出口导向战略国家，面临外需持续下降而引起经济增长动能不足的风险，而“双向正反馈效应”将会进一步恶化这种负面影响。如果不改变这种严重依赖于外需的出口导向型发展模式，中国经济未来不容乐观。

图表 10：主要出口制造业投资增速水平不高



资料来源：Wind，方正证券研究所

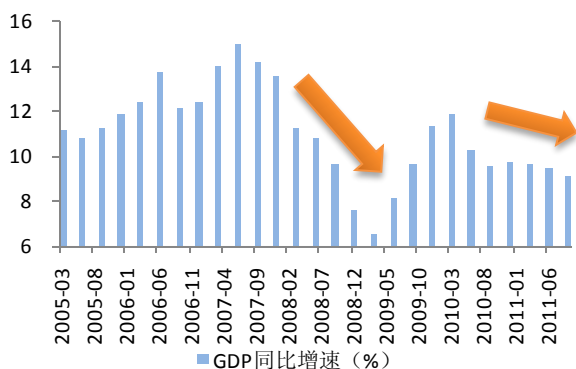
2. 再平衡之路——路漫漫其修远兮

一旦全球经济增长放缓导致外部需求不足，那么严重依赖于外部需求的出口导向战略国家将面临经济下行的风险。08 年金融危机后，世界经济便开始其逐渐回落的路径。而当前全球经济仍未走出金融危机带来的困境，不论是发达国家还是发展中国家，在未来一段时间内增长中枢下移的趋势在所难免。在这种全球宏观背景下，中国“再平衡”之路将势在必行。如果说 08 年以前全球经济尚未出现大问题，中国出口导向为主的发展战略还能维持表面的繁荣，那么 08 年以后日益萎缩的外需将倒逼中国不得不开始其“再平衡”的艰难之路。

2.1 当前正是“再平衡”之良好时机

为何说当前是中国再平衡的良好时机呢？最重要的一点是目前各迹象表明，虽然中国经济增速出现下滑态势，但总体上硬着陆风险可控。这在一定程度上给予政府充分实施再平衡政策的时间。

图表 11：目前经济增速放缓，但好于 2008 年



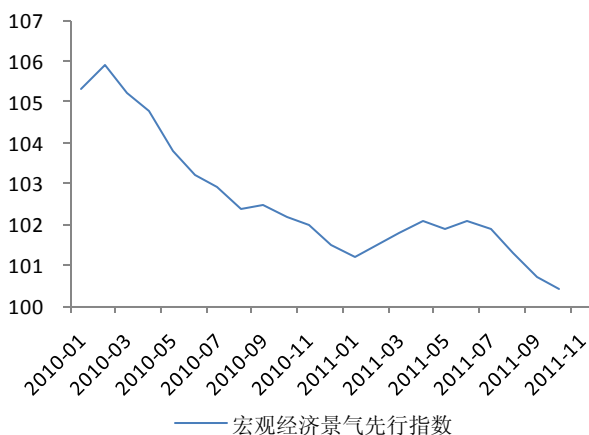
资料来源：UN Comtrade, 方正证券研究所

图表 12：实际增速高于规划增速 (%)

	年度增速	规划增速	实际平均增速
十五	2001	8.3	
	2002	9.1	
	2003	10	7.0
	2004	10.1	
	2005	11.3	9.76
十一五	2006	12.7	
	2007	14.2	
	2008	9.6	7.5
	2009	9.1	
	2010	10.4	11.2
	2011		

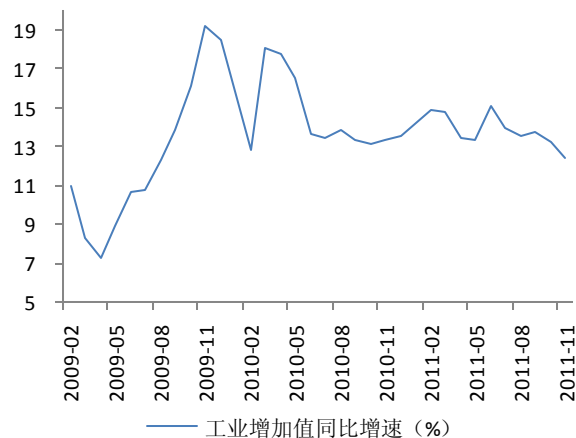
资料来源：UN Comtrade, 方正证券研究所

图表 13：先行指标走低预示未来增速可能下降



资料来源：Wind, 方正证券研究所

图表 14：工业增加值趋稳但趋势下行 (%)



资料来源：Wind, 方正证券研究所

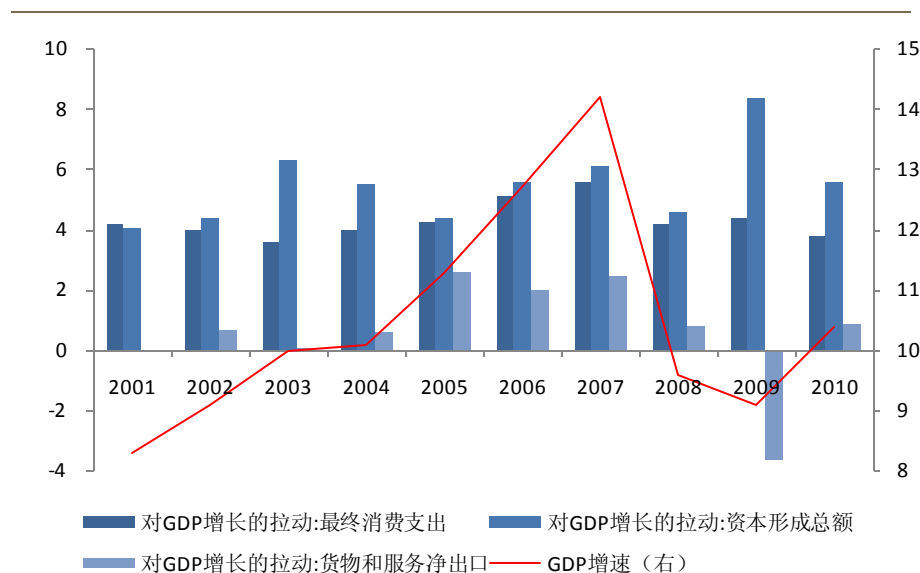
本轮经济增速下行与 2008 年情况有明显不同，当时中国经济增速在 外围经济迅速恶化的国际背景下快速下滑，政府迫于保增长压力推出大规模刺激计划，而暂缓了经济结构转型的改革。目前经济增速虽然有所放缓，但依旧位于 9%之上，下行速度温和缓慢。未来虽然 GDP 增长中枢可能会继续走低，但距离 7%的十二五目标增速仍有相当空间。这表明，单就政府对经济增速下滑的容忍度来说，中国实施再平衡政策具有充足的时间。

2.2 “再平衡”路径

2.2.1 失衡表现

中国再平衡的最终目的是摆脱对外需严重依赖的出口战略导向发展模式，转向自主性和稳定性更强的内需主导经济发展模式。目前中国失衡的主要原因是出口导向战略带来的贸易不平衡所致，而这种失衡在国内表现为 GDP 增长高度依赖于投资拉动，而消费对 GDP 增长拉动效应略低。

图表 15：我国 GDP 增长高度依赖于投资拉动（%）



资料来源：Wind, 方正证券研究所

2.2.2 再平衡之关键——投资转型

中国经济如何实现“再平衡”呢？我们认为中国经济实现再平衡最关键之处在于投资转型。如果投资的增速和结构能够通过转型有所优化，则中国经济实现再平衡，完成从出口型经济向内需型经济的转型则指日可待。

投资转型的一个关键要素是降低投资增速，让中国“火热”的经济冷却下来。从目前投资数据来看，政府压制投资增速的目的正在有条不紊进行着。本轮的投资热潮主要由 09 年政府救市的 4 万亿带动而起，固定资产投资增速在 09 年年中一度高达 33%以上，之后通胀压力不断增大，政府从 10 年开始实施稳健偏紧的宏观经济政策，投资增速不断下降。

图表 16：中国经济转型路径图：投资转型是关键



资料来源：方正证券研究所

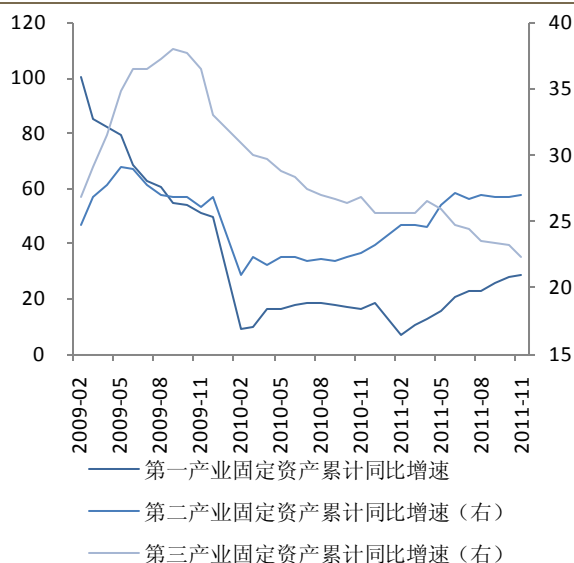
房地产对中国经济有着特殊的意义，房地产行业在中国的投资属性强于消费属性。房地产行业的投资增速对其连带的上下游产业链的景气影响十分显著。本轮房地产调控开始以来，房地产投资稳步下降，随着最近全国房地产市场价格下行拐点基本确认，我们认为房地产投资增速将在未来一段时间经历快速下滑时期。

图表 17：投资增速有所下降，但绝对水平依旧较高（%）



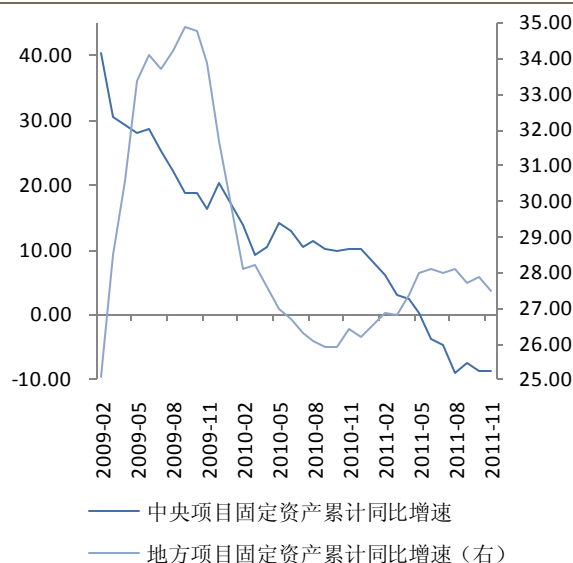
资料来源：Wind, 方正证券研究所

图表 18：第一产业投资增速较快（%）



资料来源：Wind, 方正证券研究所

图表 19：中央项目投资增速开始负增长（%）



资料来源：Wind, 方正证券研究所

投资转型不仅仅意味着投资增速的下降，更意味着整个投资结构的优化。但目前第一产业固定资产投资增速依旧快于第二产业和第三产业固定资产投资增速，这表明我国投资结构转型依然面临较大挑战。

中央项目投资一般集中投向“铁公基”等基建项目。今年下半年以来中央项目的投资增速连续出现负增长，这说明政府已经有意识地压缩投资。相信这种示范效应将会传导至地方项目投资。

我们认为，中国在投资、消费比重过度失衡，出口导向型经济难以为继，经济面临结构转型的背景下，原有的投资结构已经不能够适应当前中国经济发展的进一步内在需求。减少高能耗、重污染行业的投资，转向民生性行业投资将是未来大势所趋。

2.3 转型阵痛——经济增长中枢下行

中国经济的再平衡过程是一个希克斯改进而非帕累托改进，在整体社会福利增加的前提下，势必会产生一些负面效应。

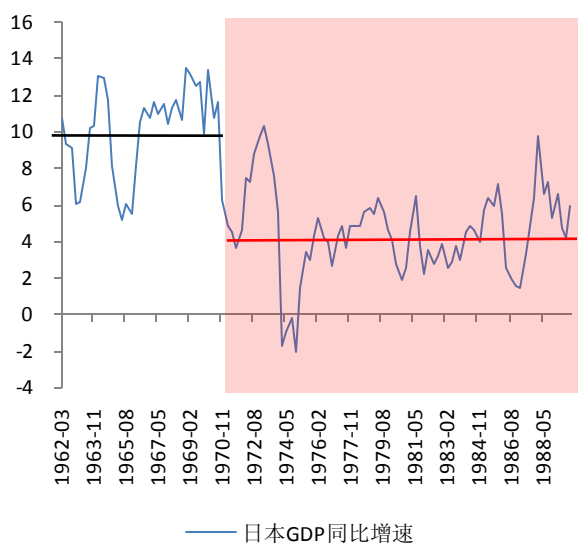
从日本、台湾的历史看，都是经历出口主导、重工业化发展后经济结构开始转型的过程。从 GDP 结构、人口结构等宏观指标来看，中国目前的经济背景与日本、台湾经济转型前有一定的可比性。当下的中国与 60-70 年代的日本以及 80-90 年代的台湾面临相似的困境：GDP 中投资、消费比重过度失衡，出口导向型经济难以为继，经济面临结构转型。

日本、台湾的历史经验显示，经济转型期 GDP 增速明显下降：日本 GDP 实际增速由 1962-1970 年的 10.00% 下滑至 1971-1980 年的 5.04%。台湾 GDP 名义增速由 1971-1985 年的 9.10% 下滑至 1985-2000 年的 7.01%。

国际经验告诉我们，转型期经济增速中枢下移不可避免。面临不断下滑的经济增速我们要泰然处之。保持这种平常心也有利于政府转变“唯

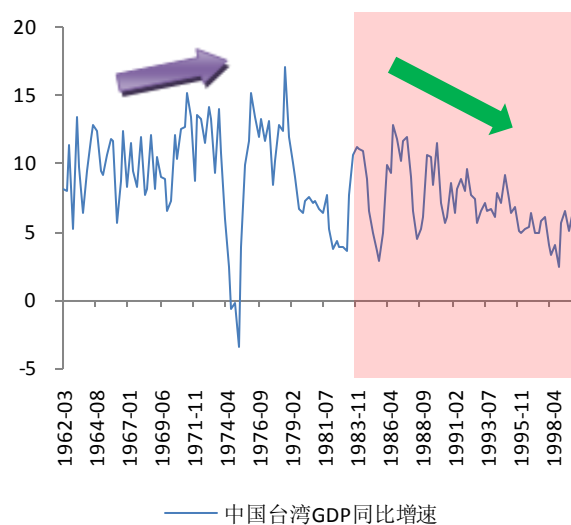
GDP 论”等错误观念，有利于经济转型相关政策的一致性，不能一遇到经济下滑就放弃，前功尽弃。

图表 20：转型期的经济增长：日本（%）



资料来源：Wind, 方正证券研究所

图表 21：转型期的经济增长：台湾（%）



资料来源：Wind, 方正证券研究所

3、经济再平衡之政策选择

经济再平衡的关键在于投资转型，这需要减弱对房地产投资、“铁公基”投资的依赖，因此房地产调控需要继续坚持，另外大力推进高附加值、高技术含量产业的发展和扩大内需。

从上述分析可以看出，经济转型是结构性的，面对结构性问题财政政策和行政手段的“精准打击”能力更强，而货币政策更多是在经济增长和通胀之前起到平衡作用。因此我们认为政策引导将在再平衡过程中发挥重要作用，如通过财税手段加快培育和发展包括节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车以重大技术突破、重大发展需求为基础的七大战略性新兴产业；关注民生、扩大消费。

3.1 坚持房地产调控

房地产行业的快速发展对我国经济的发展做出了重大贡献，但是时至今日，房地产占我国经济的比重过重，2000 年房地产开发投资完成额占 GDP 比重为 5%，到 2011 年 9 月这一比重上升至 14%。与此同时，房价节节高升。这一方面造成了我国经济增长对投资的依赖，以及对其他行业的挤出；另外一方面加剧了国内贫富差距，这将阻碍我国经济结构转型，因此房地产调控是我国长期发展战略。

2009 年下半年以来，我国政府出台了一系列地产调控政策。在当前经济面临回落的背景下，2011 年 12 月份胡锦涛主席主持政治局会议研究 2012 年经济工作的报告上，关于房地产的表述是“要坚持房地产调控政策不动摇，促进房价合理回归，促进房地产市场健康发展。”

图表 22：房地产开发投资完成额占 GDP 比重



资料来源：Wind, 方正证券研究所

图表 23：中房上海综合指数



资料来源：Wind, 方正证券研究所

3.2 加速发展新兴产业，促进经济结构转型

经济再平衡将带来经济增速下滑，寻找新的经济增长点是实现经济平稳增长，是经济结构转型能否成功的关键因素之一。今年是十二五规划第二年，同时是政府交接年，我们认为今年新兴产业发展将会提速。

2010 年 9 月，温家宝总理主持召开国务院常务会议，审议并原则通过《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》。加快培育和发展包括节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车以重大技术突破、重大发展需求为基础的七大战略性新兴产业。

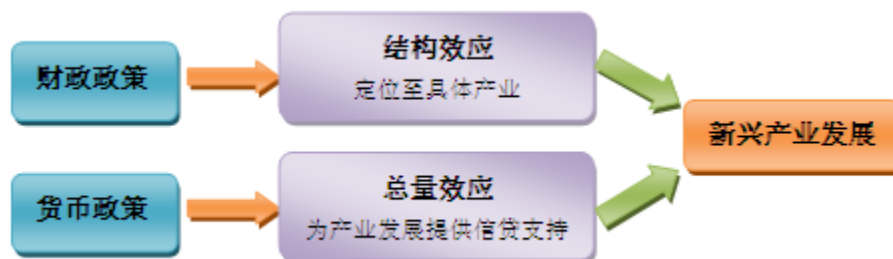
新兴产业的发展不是一朝一夕就能完成，期间需要政府从政策上加以扶持。在政府各政策工具中，在结构调整中有着较大作用的财政政策将会成为支持新兴产业发展的主要力量。货币政策在调结构方面无能为力，但可以在信贷总量上对新兴产业提供有力支持。单从新兴产业的发展来看，明年政府的政策取向很有可能是“积极财政”+“稳健偏宽货币”的组合。

图表 24：新兴产业及技术目标

产业	产业技术	规划目标
节能环保	半导体照明； 煤炭清洁高效利用； “蓝天”工程； 废物资源化	半导体照明：2015 年半导体照明占据国内通用照明市场 30% 以上份额，产值预期达到 5000 亿元，推动我国半导体照明产业进入世界前三强
新一代信息技术	新型显示； 国家宽带网； “中国云”工程	新型显示：新增产能超过千亿元
生物	生物医药； 生物医用材料； 先进医疗设备； 生物种业； 农业生物药物； 先进生物制造	生物医药：培育 10 个龙头企业； 生物医用材料：推动多学科交叉创新及产业化，扶持培育若干龙头企业； 先进医疗设备：培育 20 个以上具有较强自主创新能力的骨干企业； 生物种业：打造具有国际竞争力，全产业链型的龙头企业 10 个以上，种业产值提高 30%； 农业生物医药：打造 10 个左右龙头企业； 先进生物制造：实现新增工业产值 100 亿元/年
高端装备制造	高速列车； 绿色制造； 智能制造； 服务机器人； 高端海洋工程装备； 科学仪器设备	十二五高速列车产业总产值预期超过 3000 亿元
新能源	风力发电； 高效太阳能； 生物质能源； 智能电网	生物质能源：形成 10-20 条生物质能源生产线和成套装备产品供应系统
新材料	高性能纤维及复合材料； 先进稀土材料	
新能源汽车	新能源汽车	

资料来源：“十二五”科学技术发展规划，方正证券研究所

图表 25：新兴产业政策支持路径



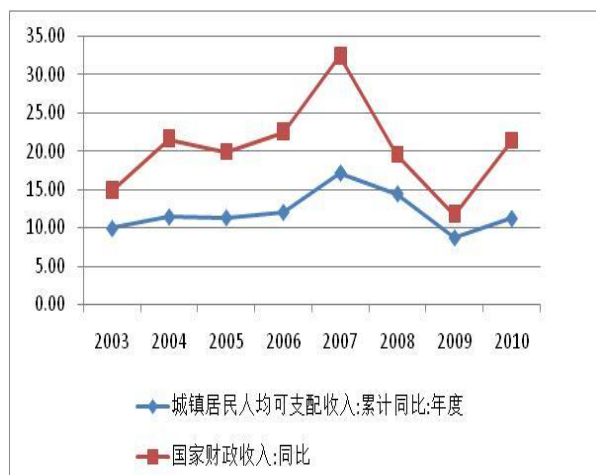
资料来源：方正证券研究所

3.3 “促民生”为民生性行业带来投资机会

自加入 WTO 之后，中国经济一直呈现出高速增长的态势。但我国居民中的相当大一部分并未分享整个经济增长盛宴。这主要表现在两方面：一方面体现在居民收入增速慢于财政收入增速，政府“还富于民”的力度还有待加强；另一方面体现在日益拉大的收入分配差距。

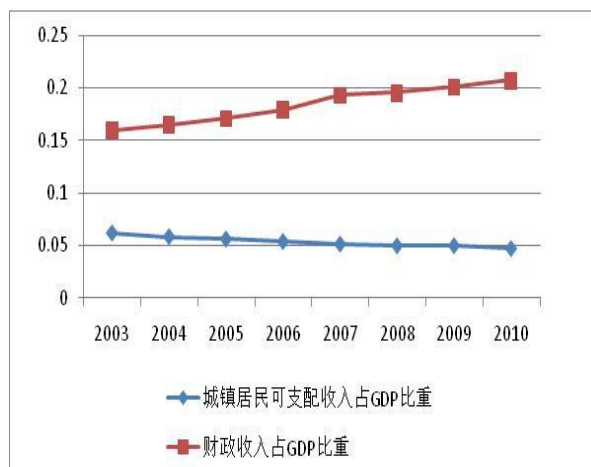
通过下面一组数据可以反映上述问题：近年来，我国城镇居民人均可支配收入同比增速持续低于国家财政收入同比增速，2010 年国家财政同比增速快速由 11.72% 上升到 21.30%，超过 2008 年的 19.50%，而居民人均可支配收入仅由 8.8% 上升到 11.30%，低于 2008 年的 14.5%。另外，近年来城镇居民可支配收入占 GDP 比重持续回落，2010 回落至 4.76%，而财政收入占 GDP 比重则逐年上升，2010 年达到 20.71%。

图表 26：城镇居民可支配收入和财政收入增速对比



资料来源：Wind, 方正证券研究所

图表 27：城镇居民可支配收入和财政收入占 GDP 比重



资料来源：Wind, 方正证券研究所

近年来，通过房地产、股市等资产的财富再分配，我国国民收入分配差距不断扩大，群体性事件时有发生。我国政府一向将社会的稳定发展作为压倒一切的首要目标，而目前这种收入分配不公平已经极大地影响了民众的情绪。民生性行业能够有效地改善国民收入分配，安抚社会大众情绪，因而民生性行业在未来的发展前景一片光明。此外，自 2010 年以来国家

领导人不断在重要场合下强调民生问题重要性，这也能说明中央政府投资转向民生性行业的积极表态。

图表 28：居民收入分配差距不断加大

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
城镇中等收入居民收入占比(%)	51.53	51.43	51.53	51.72	51.93	51.86
城镇高收入与低收入居民收入占比之比	5.52	5.70	5.56	5.50	5.58	5.69
农村中等收入居民收入占比(%)	50.28	50.16	50.41	50.52	50.85	50.83
农村高收入与低收入居民收入占比之比	6.88	7.26	7.17	7.27	7.67	7.76

资料来源：《中国统计摘要 2010》，方正证券研究所

图表 29：国家领导人多次在重要场合提及民生问题重要性

时间	来源	领导人	提法
2010.3.6	十一届全国人大三次会议	李克强	强调保障和改善民生是经济发展的根本目的，也是经济发展方式转变的主要内容
2010.12.27	全国财政工作座谈会	李克强	强调要把保障和改善民生作为公共财政的优先方向
2011.3.5	十一届全国人大四次会议	温家宝	强调经济越发展，越要重视加强社会建设和保障改善民生
2011.9.1	《求是》	温家宝	强调要把工作着力点放在增加就业、改善民生、促进社会和谐上

资料来源：各大网站，方正证券研究所

图表 30：民生性行业投资领域以及可能受益的行业

民生性行业投资领域	可能受益行业板块
保障房建设	工程机械、家用电器、可选消费
社会主义文化建设	文化传媒
保障粮食生产能力，加快农业机械化	农业机械、生物技术
医疗卫生体系改革	医疗器械、生物医药
节能环保	节能环保行业
社会主义新农村建设	自来水管道路、电网建设、信息服务

资料来源：方正证券研究所

3.4 税收政策频出，内需有望迎来新一轮增长

税收政策的频频调整是今年宏观调控政策中较为特色的一方面。其中增值税/营业税改革以及个税起征点的提高最为明显。

2011 年 10 月 26 日，国务院常务会议决定，从 2012 年 1 月 1 日起，在部分地区和行业开展深化增值税制度改革试点，逐步将目前征收营业税的行业改为征收增值税。改革先在上海试点，条件成熟时可选择部分行业在全国范围推广。增值税扩围是我国税制改革的重大举措，虽然当前还处

于试点阶段，但是我们认为这是我国企业减负所迈出的重要一步。

图表 31：税收政策改革目标简介

终极目标	改革手段
建立完善合理的税制	试点行业营业税改征增值税、房产税
改善经济结构	资源税改革
改善收入再分配	个人所得税调整，上调个税税收起征点和税率

资料来源：方正证券研究所

另外，9 月 1 日起，新修订的个税法实施，起征点从 2000 元提高到 3500 元；11 月 1 日起，财政部、国税总局宣布上调增值税和营业税起征点，同时对金融机构与小型、微型企业签订的借款合同免征印花税；11 月 15 日财政部和国税总局近日联合发布通知，对符合条件的软件产品，按 17% 税率征收增值税后，对其增值税实际税负超过 3% 的部分实行即征即退政策；11 月 23 日，财政部、国家税务总局联合下发《关于调整完善资源综合利用产品及劳务增值税政策的通知》（以下简称《通知》），决定对农林剩余物资源综合利用产品增值税政策进行调整完善，并增加部分资源综合利用产品及劳务适用增值税优惠政策。12 月 9 日，小微企业所得税减半征收标准由 3 万提高至 6 万。

4、货币政策整体基调为稳健，但好于 2011 年

在货币增速和经济增速双双回落的背景下，明年通胀将会继续回落，我们预计明年中期将会达到 3%左右的低点，这为货币政策适度放松提供了空间，而经济的下滑也增加了货币政策放松的必要性。但是本轮通胀相比以往的通胀更为复杂，造成通胀的隐忧仍然存在，另外如果大幅增加货币供应，降低资金成本容易引发投资热潮，阻碍经济结构转型，因此这又抑制了货币政策放松的空间。我们对明年货币政策整体基调的判定为继续保持稳健，但好于 2011 年。

4.1 通胀回落

M1 增速快速回落。M1 增速和 CPI 具有一定的正相关性，由于造成本轮通胀的因素较为复杂，M1 增速见顶 18 个月之后 CPI 才见顶回落。但是历史经验显示，当 M1 增速回落至 10%以下时，CPI 将加速回落。

GDP 增速回落。由于数据频率存在的差异，我们通过插值法对 GDP 增速进行了处理，得到 GDP 增速的月度数据。经济快速增长，将使得需求日趋旺盛，与之相对应的是物价上行；反之，经济回落往往带来物价下行。我们预计明年二季度之前 GDP 增速将进一步回落，因此物价也将进一步回落。

图表 32：M1 增速与 CPI 对比图



资料来源：Wind, 方正证券研究所

图表 33：CPI、PPI 增速与 GDP 增速对比图



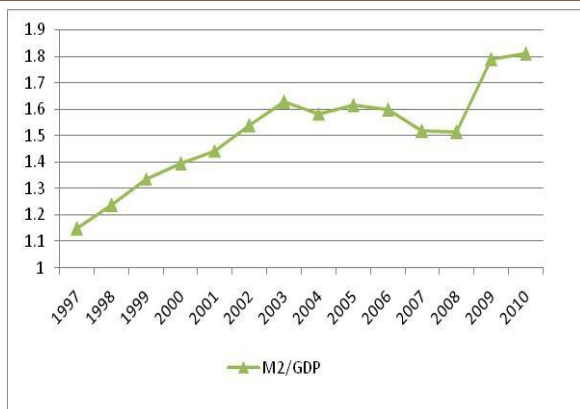
资料来源：Wind, 方正证券研究所

4.2 通胀隐忧仍存

存量货币较多。当前资金面紧张主要是结构性的，M2/GDP 仍然处于高位。

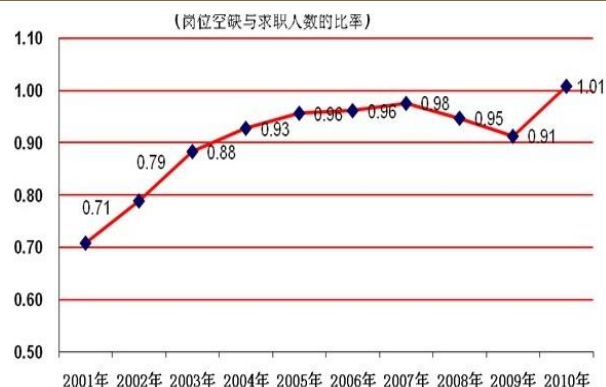
刘易斯拐点。刘易斯拐点，即劳动力过剩向短缺的转折点，是指在工业化过程中，随着农村富余劳动力向非农产业的逐步转移，农村富余劳动力逐渐减少，最终枯竭。2007 年，我国已经过了刘易斯拐点。

图表 34: M2/GDP



资料来源: Wind, 方正证券研究所

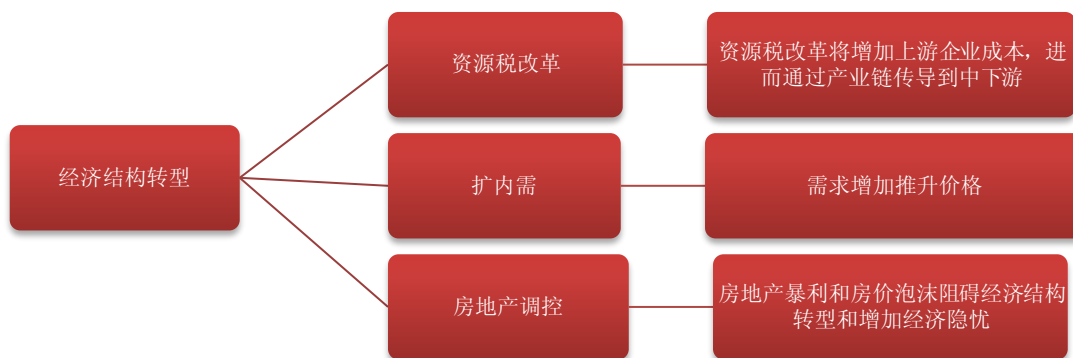
图表 35: 刘易斯拐点



资料来源: 人社部网站, 方正证券研究所

经济结构转型推升通胀中枢。经济结构转型的过程伴随着财税改革, 国民收入倍增计划, 楼市调控等等长期措施, 但是在这些措施实施之后也将推升通胀。资源税改革方面, 这将增加上游企业成本, 进而通过产业链传导到中下游, 最终推高商品价格。扩内需方面。从基本的经济学原理来看, 产品价格由供需决定, 需求曲线右移将推升产业价格。房地产调控方面。房地产调控是我们需要长期坚持的战略, 但 09 年地产调控之后, 我们观察到部分农产品价格、奢侈品价格上行, 炒房资金的流向也是产生通胀预期的一大隐忧。

图表 36: 经济结构转型推升通胀中枢



资料来源: 方正证券研究所

4.3 2012 年货币政策继续保持稳健

经济的回落将倒逼货币政策放松力度加大, CPI 回落为政策放松留下了空间。但鉴于本轮通胀的复杂性, 通胀的隐忧仍在, 我们认为政策大幅放松的可能性不大, 稳健的主基调不会改变。预计全年下调 2-3 次存款准备金率, 利率维持不变。

长期来看, 经济结构转型推升通胀中枢, 且目前我国货币供应总量并不低, 我们认为未来“流动性闸门”打开的可能性不大, 在经济结构转型的过程中, 货币政策将以微调为主, 而财政政策将会发挥更大的功效。

5、2012 年市场展望与行业配置

子曰：上下无常，非为邪也。进退无恒，非离群也。君子进德修业，欲及时也，故无咎。——《易经》

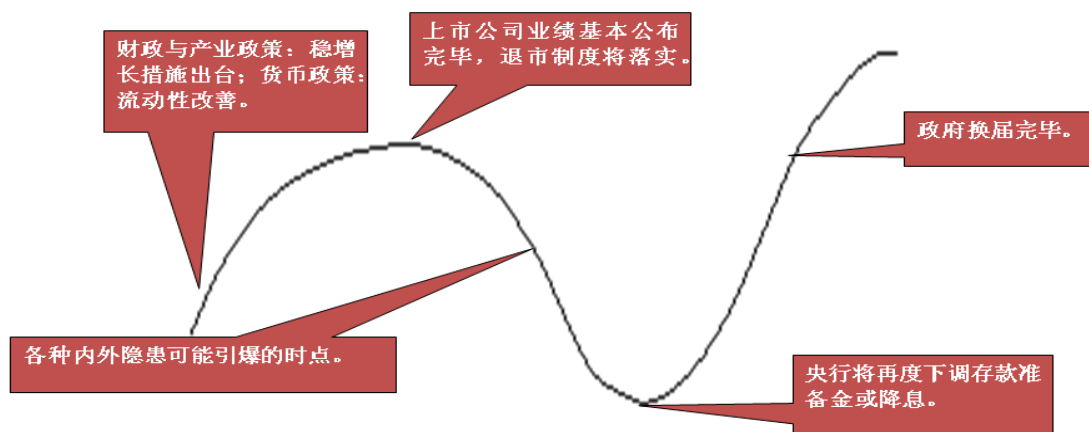
我们认为，现在市场处于上下纠结时点，是延续过去的传统投资拉动经济，还是坚决走转型之路困惑着现在市场的走势。

经济再平衡过程将面临经济增长中枢下行和通胀增长中枢上行的矛盾，货币政策将在增长与通胀之间需求平衡，而财政政策将发挥更大的作用。这样市场走势将受增长和通胀所左右，市场投资机会将主要体现为结构性机会。对于 2012 年市场运行态势，我们认为政策的相机抉择将对市场形成双向抑制，即向上空间和向下空间均受抑制。

5.1 市场运行区间 2100-2900

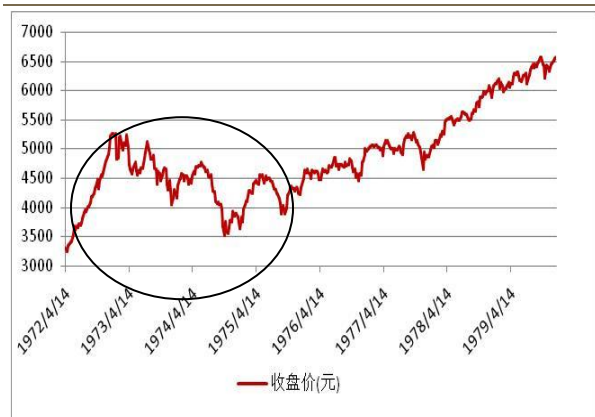
基于我国经济再平衡的考虑，在做 2012 年市场运行区间测算之前，我们分析了日本 70 年代股市走势。当前我国经济格局与日本 70 年代较为相似，从股市的走势上来看亦有相近之处。但日本在经历转型的阵痛之后，尽管经济增速回落，但是经济增长质量提升，与此对应的是股市缓慢盘升。从日本的经验来看，我国资本市场能否走出颓势取决于经济结构转型能否顺利。

图表 37：全年走势展望



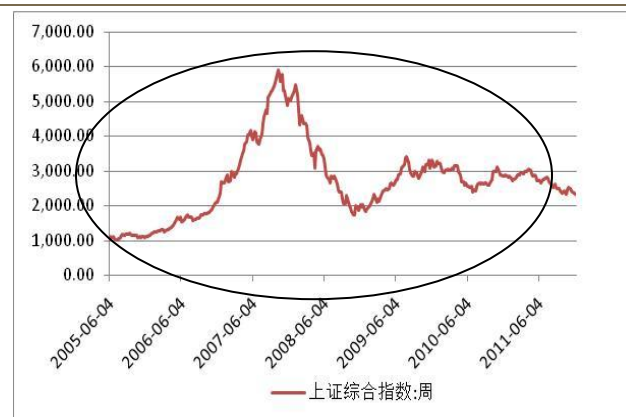
资料来源：方正证券研究所

图表 38：日经指数 70 年代走势图



资料来源：Wind, 方正证券研究所

图表 39：上综指近年来走势图



资料来源：Wind, 方正证券研究所

另外，我们统计了日本股市在经济结构转型过程中市场振幅，在 1972 年市场大幅波动之后，市场振幅明显收窄，1973、1974、1975、1976、1977 年分别为 26.77%、33.51%、25.22%、13.35%、13.81%。

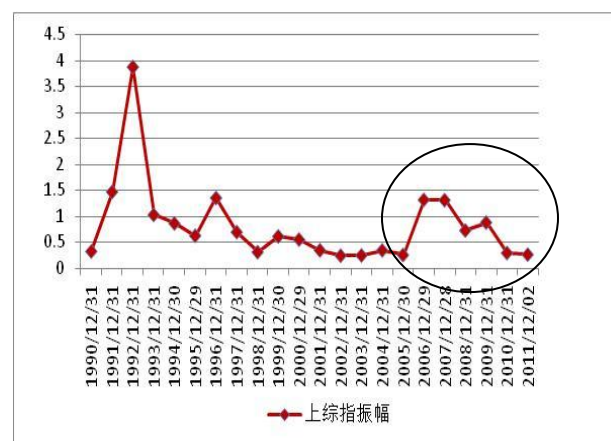
从 A 股市场市场运行规律来看，在剧烈波动过后，市场振幅也有一个收窄的过程，其中 2010 年振幅为 30.00%，2011 年为 32% 左右。假定明年市场振幅 30%-35% 之间的情况下，市场波动幅度大致在 700-800 点之间。

图表 40：日本股市振幅



资料来源：Wind, 方正证券研究所

图表 41：上综指振幅



资料来源：Wind, 方正证券研究所

基于上述考虑，通过敏感性测算，我们认为明年上证综指的核心运行区间在 2100-2900 点。2100 点对应 10% 利润增速下 9 倍的 PE，2900 点对应 15% 的利润增速下 11.5 倍的 PE。

图表 42：上证综指敏感性测算表

		盈利增速假设								
		0.00%	2.50%	5.00%	7.50%	10.00%	12.50%	15.00%	17.50%	20.00%
估值水平	8	1742.8	1786.4	1829.9	1873.5	1917.1	1960.6	2004.2	2047.8	2091.3
	9	1960.6	2009.6	2058.7	2107.7	2156.7	2205.7	2254.7	2303.7	2352.8
	10	2178.5	2232.9	2287.4	2341.9	2396.3	2450.8	2505.3	2559.7	2614.2
	11	2396.3	2456.2	2516.1	2576.1	2636.0	2695.9	2755.8	2815.7	2875.6
	12	2614.2	2679.5	2744.9	2810.2	2875.6	2940.9	3006.3	3071.7	3137.0
	13	2832.0	2902.8	2973.6	3044.4	3115.2	3186.0	3256.8	3327.6	3398.4
	14	3049.9	3126.1	3202.4	3278.6	3354.9	3431.1	3507.4	3583.6	3659.8
	15	3267.7	3349.4	3431.1	3512.8	3594.5	3676.2	3757.9	3839.6	3921.3
	16	3485.6	3572.7	3659.8	3747.0	3834.1	3921.3	4008.4	4095.5	4182.7

资料来源：方正证券研究所

5.2 配置谋略

依照我们前面的分析思路，在中国为了“再平衡”而寻求经济转型的宏观大背景之下。我们在明年主要看好受益于积极财政政策的新兴产业和民生相关行业的投资机会。

我们判断，明年的整体经济走势前低后高，流动性呈现中间松两头紧的局面，我们整体行业配置的思路遵循大势。第一季度：由于经济继续下滑，稳健的货币政策使得流动性改善幅度不大，我们认为此时应该配置下游消费品行业，因为 PPI 回落的速度大于 CPI，下游行业毛利改善明显。建议配置商业贸易、医药生物和食品加工行业；第二季度和第三季度，经济见底回升，流动性改善，我们认为此时是配置早周期行业最佳时间窗口，建议配置煤炭、有色、建筑建材等周期性行业，由于房地产调控的约束存在，建议对周期性行业进行波段操作。

5.2.1 新兴产业、跟随政策

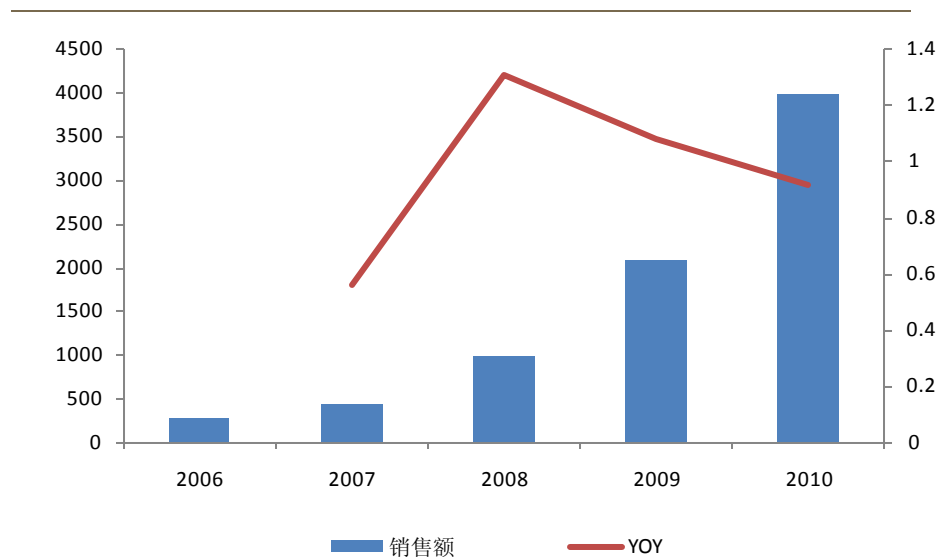
七大新兴产业自从提出就备受机构投资者的关注，新兴产业概念的提出，主题投资的机会就层出不穷。我们认为政策驱动的股份飙升的机会大于业绩驱动。我们建议对于新兴产业需要关注 PE 的变动，高 PE 说明股价变动的弹性大，对于政策驱动的概念炒作不太需要关注其业绩的表现，一旦政策兴起，需要积极参与，等到市场热情减退，必须坚决离场，无需留恋。

新兴产业已经被反复炒作，我们认为此时应该结合传统行业升级和新兴产业政策驱动精选细分子行业，我们看好物流、页岩气开采、核能、云计算等行业。

物流：我们认为，随着电子商务的快速发展，带动了物流业发展。淘宝网的销售额飞速提高，有 2006 年的 277 亿元增长到 2010 年 4000 亿元。淘宝网的飞速发展带动了物流行业的发展。我们看好物流行业的仓储和道

路运输相关子行业,我们重点推荐中储股份。

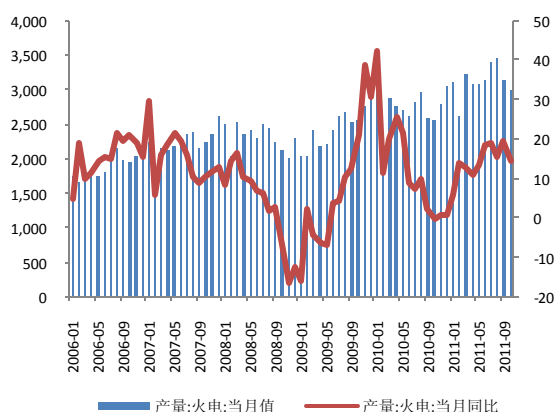
图表 43: 淘宝网销售额飞速发展 (亿元)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

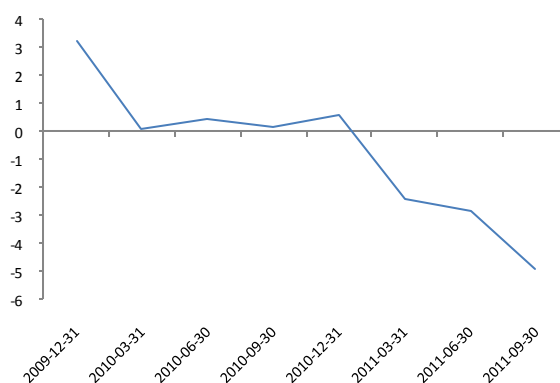
页岩气开采: 页岩气是一种从岩层中开采的天然气, 页岩气与常规天然气相比具有开采寿命长和生产周期长的优点。国际上目前开采页岩气的国家并不多, 仅有美国和加拿大在这方面做了大量工作, 美国目前在开采页岩气方面技术遥遥领先。我国在开采页岩气方面还不具备技术可行性。但是我国目前已经开始还处于摸索阶段, 我国页岩气掩埋深度较浅, 平均深度在 700 米左右, 有利于开发, 我们预测, 页岩气属于新能源范围, 具有极高的商业开发价值, 目前《页岩气“十二五”规划》已经编制完成, 我国将开始大规模进军页岩气市场。我们认为目前制约页岩气开采最大的瓶颈就是技术, 相关产业扶持政策必将继续推进, 我们建议投资者明年关注页岩气方面的政策出台, 我们重点推荐中国石化。

图表 44：今年以来火电发电量下滑



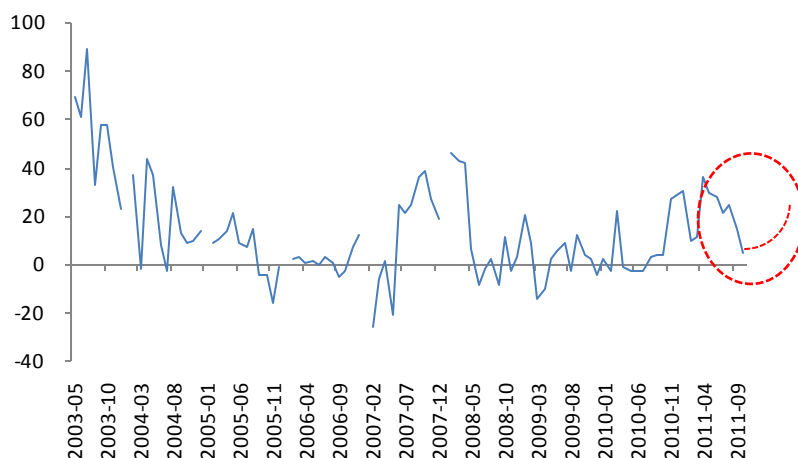
资料来源：Wind, 方正证券研究所

图表 45：火电厂持续亏损



资料来源：Wind, 方正证券研究所

图表 46：核电投资有望恢复 (%)



资料来源：Wind, 方正证券研究所

核能：年初日本地震，造成核泄漏事件，使得我国暂停了新的核电站的审批项目。核电投资缩水明显。今年以来，各地纷纷闹起了电荒，究其原因是因为火电厂出现亏损，导致火电发电量的下滑。作为清洁能源和发电效率，核电拥有别的新能源不具备的优势，在煤电价格机制不顺情况下，核电能够分担很大一部分用电需求，明年核能发展政策很可能重新启动。根据原国家能源局局长张国宝透露，明年3月后我国核电可能重新步入发展轨道。我们看好核电设备相关的上市公司，重点推荐东方电气。

云计算：云计算的核心思想是将大量用网络连接的计算资源统一管理和调度，构成一个计算资源池向用户按需服务。云计算技术的发展，能将有限的技术人员来管理公司越来越庞大的经营业务，尤其是跨区管理。使得公司不需派遣有限的技术人才到各地分支机构任职。节省了公司的资源。我们认为，云计算目前在中国还处于起步阶段，该行业概念性大于实用性。对于云计算的投资关键在于把握相关产业政策的出炉，作为概念题材经行投资，不具备业绩支持。

5.2.2 民生行业、长期关注

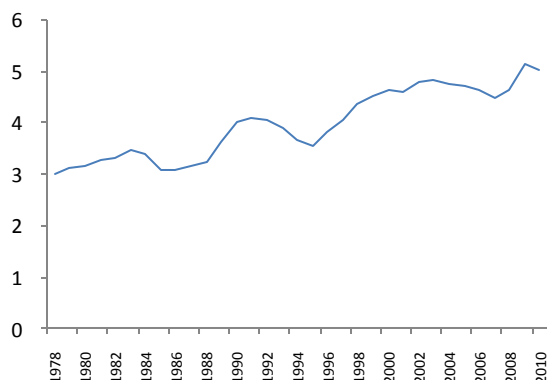
我们之前提到，由于收入分配差距加大，中央在效率优先的基础上开始强调公平。民生工程孕育而生，我们认为民生工程已经纳入政府政绩的考核，就算明年遇到两届政府班子交接，民生工程将会继续延续。我们建议民生行业可以长期关注。我们精选了生物医药、农业机械和智能交通行业。

生物医药：我国已经买入人口老龄化国家，65 周岁以上的老人占比迅猛增加，医药行业前景十分广阔。

目前医药行业面临的的就是医疗体制改革，由于收入分配差距巨大，造成我国只有少部分人能享受优质的医疗，而大部分工薪阶层依旧是看病难。我们认为作为社会矛盾的一个激化点，医疗体制的改革势在必行。从卫生费用占 GDP 比例可以看出，我国目前的卫生费用支出比例虽然逐年持续上升，但是仍远低于世界发达国家，从空间上来看有很大的上浮空间。

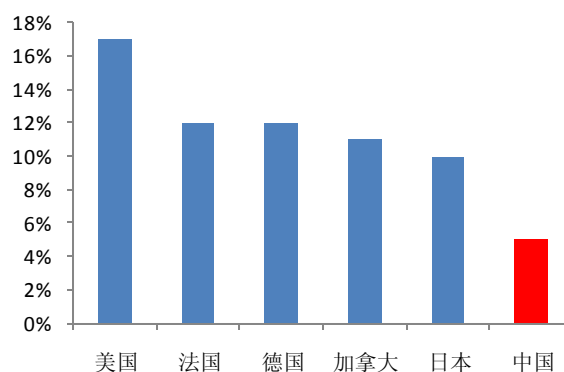
中国政府的目标是 2020 年前实现全民医保，目前我国医保覆盖率是 93.4%，虽然在覆盖率上提升的空间有限，但在人均医保费用上具有较大的上升空间。我们认为随着收入公平分配政策的推进和人均医保水平的提高，生物医药行业在科研、管理等方面将有很大的提升空间，我们看好医药行业长期投资价值。

图表 47：卫生支出占比 GDP 持续上升（%）



资料来源：Wind, 方正证券研究所

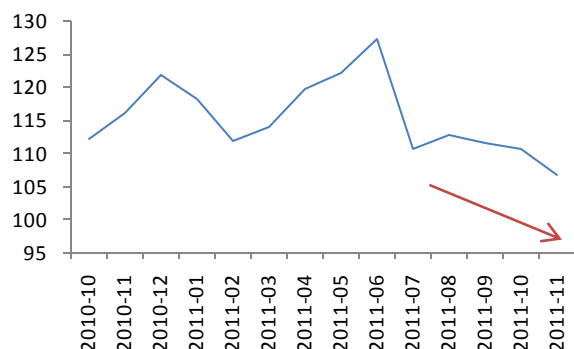
图表 48：中国卫生费占比 GDP 处于较低水平



资料来源：Wind, 方正证券研究所

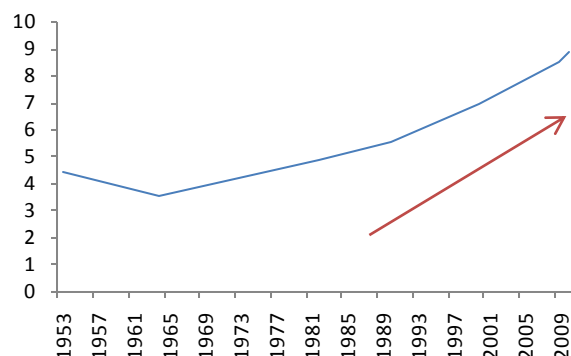
从短期来看，医药行业受中药材成本下降以及需求稳定因素的影响，明年医药行业毛利率将会较今年改善，如果有相关的产业政策配套出炉，医药行业明年将有不错的表现行情，我们重点推荐紫光古汉、海正药业。

图表 49：中药材指数下滑



资料来源：Wind, 方正证券研究所

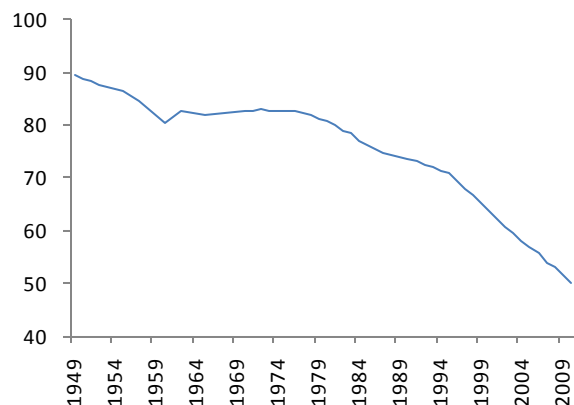
图表 50：65 岁以上老人占比迅速提升



资料来源：Wind, 方正证券研究所

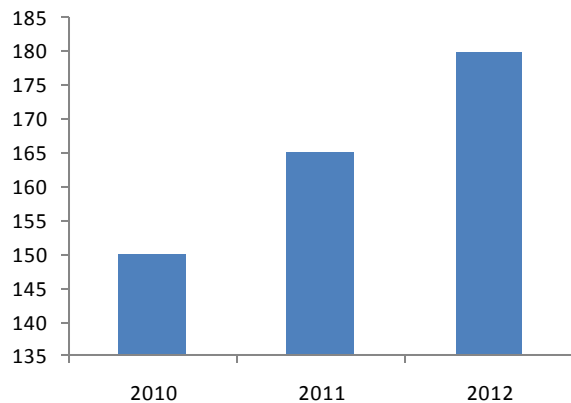
农业机械：随着我国城镇化的进程的加速，城镇化率越来越高，达到 49%，这一进程还将继续深化。城镇化进程直接导致了农村人口的减少，目前农村人口占比已经跌至历史的低点。同时老龄化的提高使得农村富余劳动力的减少，在这种环境下，提高农业机械化势在必行。中央在政策支持农业机械化力度越来越大，2010 年推出《国务院关于促进农业机械化和农机工业又快又好的发展意见》，要求加快推进农业机械化和农机工业发展，对于提高农业发展，提升农村消费有重要意义。同时农机补贴政策力度也逐步加大，从 2003 年的 223.69 亿元提升至 2009 年的 500 多亿元。有效的推进了农机的发展。我们建议关注农机行业和节水灌溉相结合的水泵行业。根据十二五的节水灌溉规划，全国将力争新增节水灌溉面积达到 1 亿亩，到 2015 年底，全国要完成 70% 以上的大型灌溉区和 50% 以上的中型灌溉区的续建配套和节水改造任务，涉及农田灌溉面积 2.83 亿亩，中央财政在中国大中灌溉区每年投入至少 800 亿元。我们看好未来水泵行业的盈利增速，我们重点推荐南方泵业。

图表 51：农村人口占比下滑明显 (%)



资料来源：Wind, 方正证券研究所

图表 52：国内水泵行业销售额预测 (亿元)



资料来源：Wind, 方正证券研究所

智能交通：当前伴随着社会经济的发展和进步，汽车数量的持续增多，

许多城市的路网通行能力已难以满足日益增长的交通需求，交通堵塞、交通污染、能源消耗等问题已经成为世界各国政府共同面临和务必解决的问题。智能交通系统通过将先进的信息技术、数据通讯传输技术，电子传感等技术集成运用，建立人、车、路与环境的相互交流途径，从而有效提高交通系统的效率、有效性、安全性和经济性，达到保护环境、降低能耗的作用。我们认为，智能交通系统符合未来交通发展需要，解决了车辆增速大于道路建设增速的矛盾，解决了目前交通拥堵矛盾突出的问题。我们看好相关计算机行业。

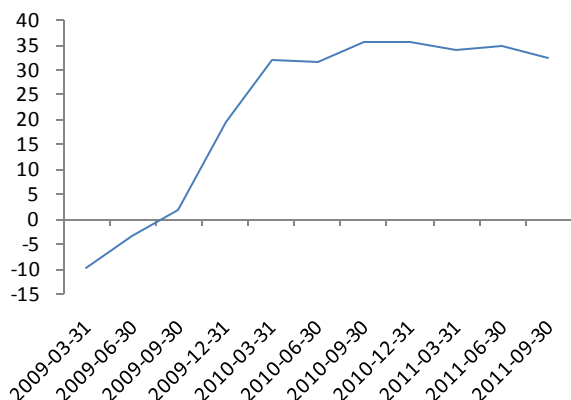
5.2.3 防守行业、积极参与

明年经济基本面大概率低于今年，我们认为经行资产配置方面需要考虑经济下滑带来的上市公司业绩下滑风险，所以防御性行业要积极参与。我们看好商贸零售、金融服务行业。

商贸零售：今年9月中央提高了个人所得税的纳税门槛的政策将拉动内需的消费。根据财政部的测算，减税政策将会释放出1600亿元的消费水平。今年在经济形势整体下滑以及信贷政策紧缩情况下，社会消费总额仍然保持平稳，说明目前内需内生增长还是良好，看好在明年流动性改善情况下消费总额将会提高。我们认为随着经济结构的转型的深入，居民可支配收入的提高，刺激消费政策将会继续推进，我们看好明年商贸行业的表现，我们重点推荐步步高、永辉超市、友阿股份。

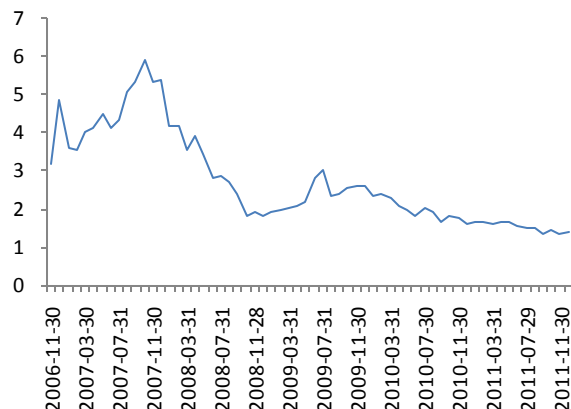
金融服务：我们把金融放在防御性行业里面，原因有二，一是银行板块业绩稳定，加之明年流动性较于今年会有所宽松，继续提升银行的业绩水平；二是目前银行板块估值较低，PB处于历史底部，安全性较高。券商板块由于今年股市低迷，成交量萎缩，目前已处于业绩的低点，业绩有望随着流动性的改善而开始恢复，同时转融通业务和新三板业务将增厚券商的业绩。我们认为金融行业可以做一个小的投资组合，券商和保险做进攻，银行做防守，我们重点推荐民生银行、招商银行和大型券商。

图表 53：银行业绩增速处在高位（%）



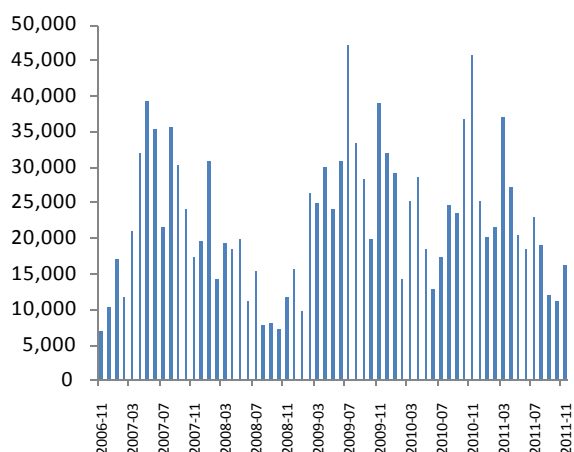
资料来源：Wind, 方正证券研究所

图表 54：银行 PB 处于历史低位



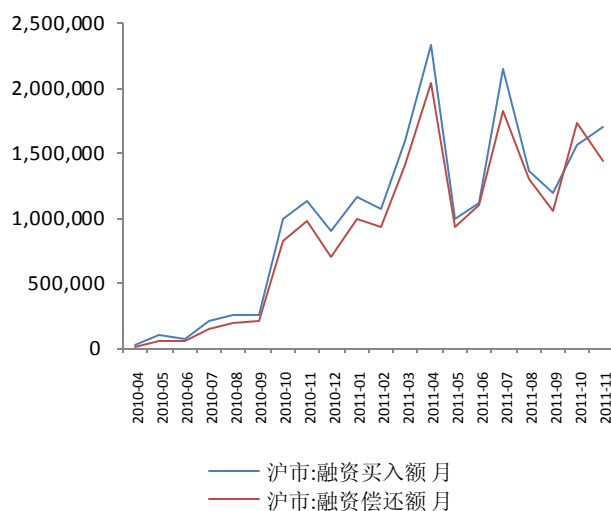
资料来源：Wind, 方正证券研究所

图表 55：上证成交金额下降明显（亿元）



资料来源：Wind, 方正证券研究所

图表 56：转融通业务的提升将增厚券商业绩



资料来源：Wind, 方正证券研究所

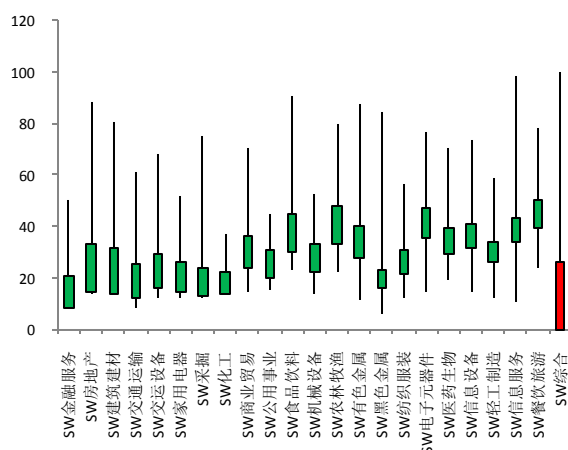
5.2.4 传统周期行业，具备交易性投资机会

我们认为，经济下滑的态势确定和经济结构的转型，传统周期性行业依旧落花无奈，虽然随着流动性的改善，传统周期性行业难有系统性机会，我们建议把握在经济复苏情况下配置早周期行业。结合当时流动性情况，建议配置：煤炭、建材和有色金属行业，重点推荐海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、兖州煤业、云铝股份等。

5.2.5 结合估值水平，挑选配置行业

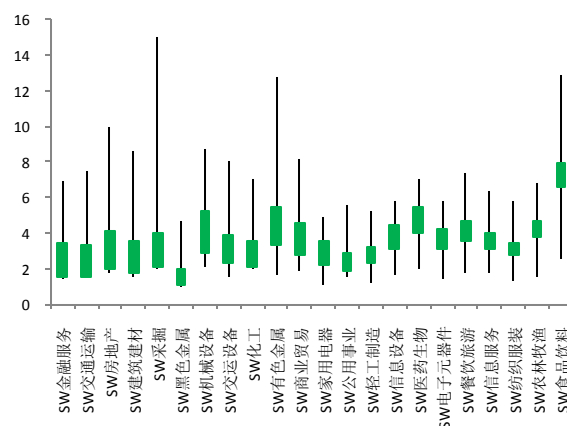
我们分别利用绝对估值法和相对估值法，选出目前处于估值底部的行业，分别是：金融服务、房地产、建筑建材、交通运输、汽车、采掘、化工、商业贸易、机械设备。

图表 57：行业绝对估值水平（PE）



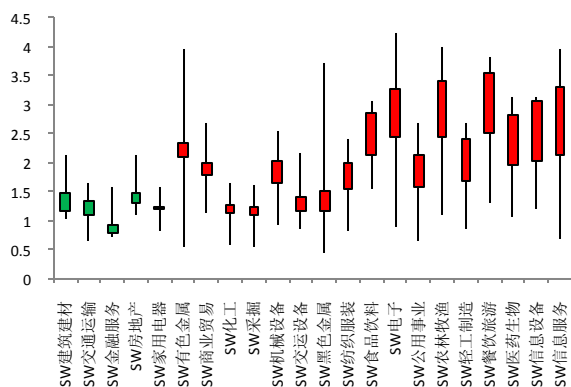
资料来源：Wind, 方正证券研究所

图表 58：行业绝对估值水平（PB）



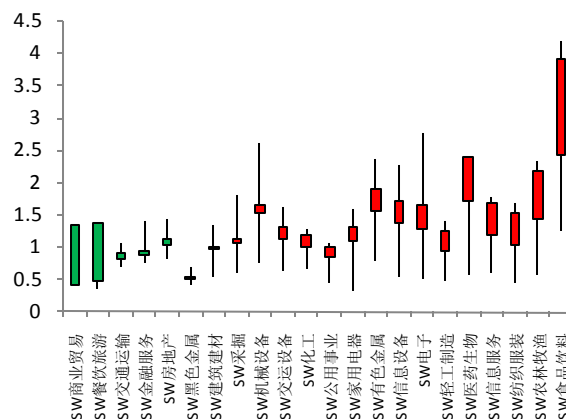
资料来源：Wind, 方正证券研究所

图表 59: 行业相对大盘相对估值水平 (PE)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表 60: 行业相对大盘估值水平 (PB)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

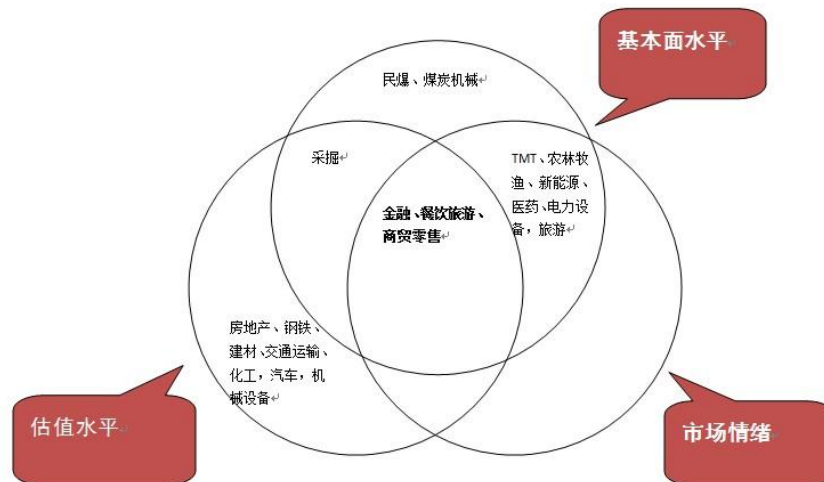
我们策略组本次年度策略报告首次提出三维分析法, 结合基本面水平、估值水平以及市场情绪面三个维度, 选出明年配置的行业。我们认为可以长期配置金融服务、食品饮料、商贸零售。同时应该根据经济基本面和政策变化关注通信服务、计算机、新能源(页岩气)、建筑建材, 医药生物和逆周期食品饮料以及中央经济工作会议上的政策支持旅游行业。

图表 61: 相关行业政策规划

行业	政策规划内容
种植业	“十二五”期间粮食播种面积稳定在16亿亩以上, 粮食综合供给在5.4亿吨以上; 2015年畜牧业占农林牧渔总产值达到36%, 全国禽畜规模养殖比重提高10-15个百分点, 首次提出对畜牧业的金融支持; 农业机械总动力在10亿千瓦以上, 农作物耕种综合机械化达到60%。
建筑业	“十二五”期间, 建筑业产值达到20万亿水平, 建筑产品施工工程的单位增加值能耗下降10%。
水泥	行业前10家企业市场集中度达到35%以上, 完成2.5亿吨的落后产能淘汰任务。
建材	全面淘汰水泥、平板玻璃落后产能, 单位工业增加值能源消耗和二氧化碳排放降低18%-20%, 二氧化氯、氮氧化物排放总量分别减少8%和10%。
生物医药	中央扶持资金超过400亿元, 预计通过创新药的带动, 中国医药工业的产值以20%以上的增速, 逼近4万亿的规模目标。
服务贸易	到2015年, 服务贸易进出口达到6000亿美元, 年均增速超过11%。
节能环保	到“十二五”国内节能环保产业总产值达到4.5万亿元。增长值占GDP达到2%以上, 产值年均增长15%以上。
钢铁	淘汰400立方米以下的高炉(不含铸铁), 30吨及以下转炉和电炉, 单位能耗和碳排放下降18%。
石油石化	年均增速保持10%以上, 到2015年行业总产值达到16万亿元。
民爆	东部沿海、东北及长三角需求下降, 中部维持现有水平, 西部明显增加, 需求量年均增长10%以上。
家电	“十二五”期间, 我国家电总产值将达到1.5万亿元, 年均增长率9.2%
矿产资源	到2015年, 大中型重点矿山开发率保持在较高水平, 小型矿山的开采回采率、选矿回收率在现状基础上平均提高3-5个百分点; 80%达到综合利用品位的共生伴生矿产得到全面回收。

资料来源: 方正证券研究所整理

图表 62：行业配置



资料来源：方正证券研究所

5.3 行业股票组合

图表 63：行业股票推荐组合

配置行业	推荐公司
新兴产业	
物流	中储股份
页岩气开采	中国石化
核能设备	东方电气
通信行业	奥维通信、东方通信
民生产业	
医药生物	紫光古汉、海正药业
农业机械	南方泵业
防御性行业	
商贸零售	步步高、永辉超市、友阿股份
金融服务	民生银行、招商银行
食品饮料	古越龙山、大湖股份
周期性行业	
建材	海螺水泥、冀东水泥、华新水泥
煤炭	兖州煤业、昊华能源、山煤国际、潞安环能
有色金属	云铝股份

资料来源：方正证券研究所

6、做空机制不断完善或将带来 A 股投资理念变革

去年 3 月和 4 月，融资融券和股指期货终于推出。A 股市场中首现做空机制。但限于众多法律法规限制，做空机制（尤其是融券）并没有在去年和今年的 A 股投资策略中产生深远影响。但随着今年 11 月融资融券业务常规化正式开闸，以及融资融券标的放宽，我们预计做空机制在明年将会对 A 股市场产生实质性影响。

图表 64：融资融券以及股指期货发展历程

日期	事件	意义
2006 年 8 月 21 日	《融资融券试点管理办法》发布	
2007 年 6 月 27 日	中国金融期货交易所正式发布《中国金融期货交易所交易规则》及其配套实施细则	中金所规则体系和风险管理制度已经建立，金融期货的法规体系基本完备。
2008 年 10 月 5 日	证监会启动融资融券试点	
2010 年 1 月 8 日	国务院已原则同意开展证券公司融资融券业务试点和推出股指期货品种	
2010 年 2 月 12 日	上交所和深交所宣布，融资融券试点初期，标的证券范围确定为与上证 50 指数成份股与深证成指成份股范围相同	确定融资融券首批 90 支股票标的
2010 年 4 月 16 日	股指期货正式上市	
2011 年 10 月 26 日	证监会公布《转融通业务监督管理试行办法》	转融通业务正式开启
2011 年 10 月 28 日	证监会发布新的《融资融券办法》、《融资融券内控指引》和《转融通管理办法》	双融业务转常规正式开闸
2011 年 11 月 25 日	沪深交易所正式发布《融资融券交易实施细则》，中国证券业协会对《融资融券合同必备条款》和《融资融券交易风险揭示书必备条款》进行修改	融资融券标的证券范围放宽：标的股票由此前的 90 只扩容至 285 只，ETF 也纳入标的范围； 融资融券转常规进入实质性操作阶段

资料来源：方正证券研究所

卖空机制不断完善，在长期对中国资本市场有重要意义。它不仅能够提供给投资者更多的投资策略选择，更重要的意义在于它对传统投资理念的革新作用，甚至会引领 A 股市场投资盈利模式的转变。

6.1 卖空机制为投资者提供更多的投资策略，更丰富的投资盈利模式

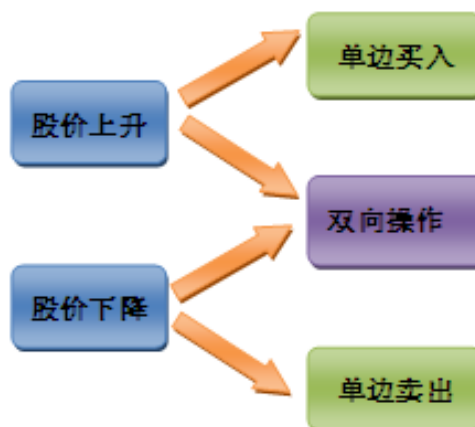
6.1.1 卖空机制为市场提供双向操作机会

如果没有卖空机制，投资者的操作策略只能是进行单一买入，这种投资策略只能在股市单边上涨的时候可以获得收益。这种简单的模式显然不

能满足不同风险偏好投资者的投资需求。

引入做空机制之后，投资者既可以选择在股市上涨之时做多，也可以选择股市下跌之时做空，甚至还可以进行多空策略交易（即：买入一只股票的时候同时卖空另一只股票，如果对两只股票的判断正确，可以博取双重收益）。这种方向性卖空以及多空套利交易将会在未来成为主要的市场投资策略和盈利模式。

图表 65：卖空机制下的简单交易策略



资料来源：方正证券研究所

6.1.2 卖空机制下的高级操作策略——对冲基金策略简介

自美国 1933 年推出信用交易制度以来，卖空制度不断完善，1950 年世界上第一支对冲基金在美国诞生。对冲基金利用卖空和杠杆，通过各种不同交易策略来博取高收益的同时，也承担相当大的风险。

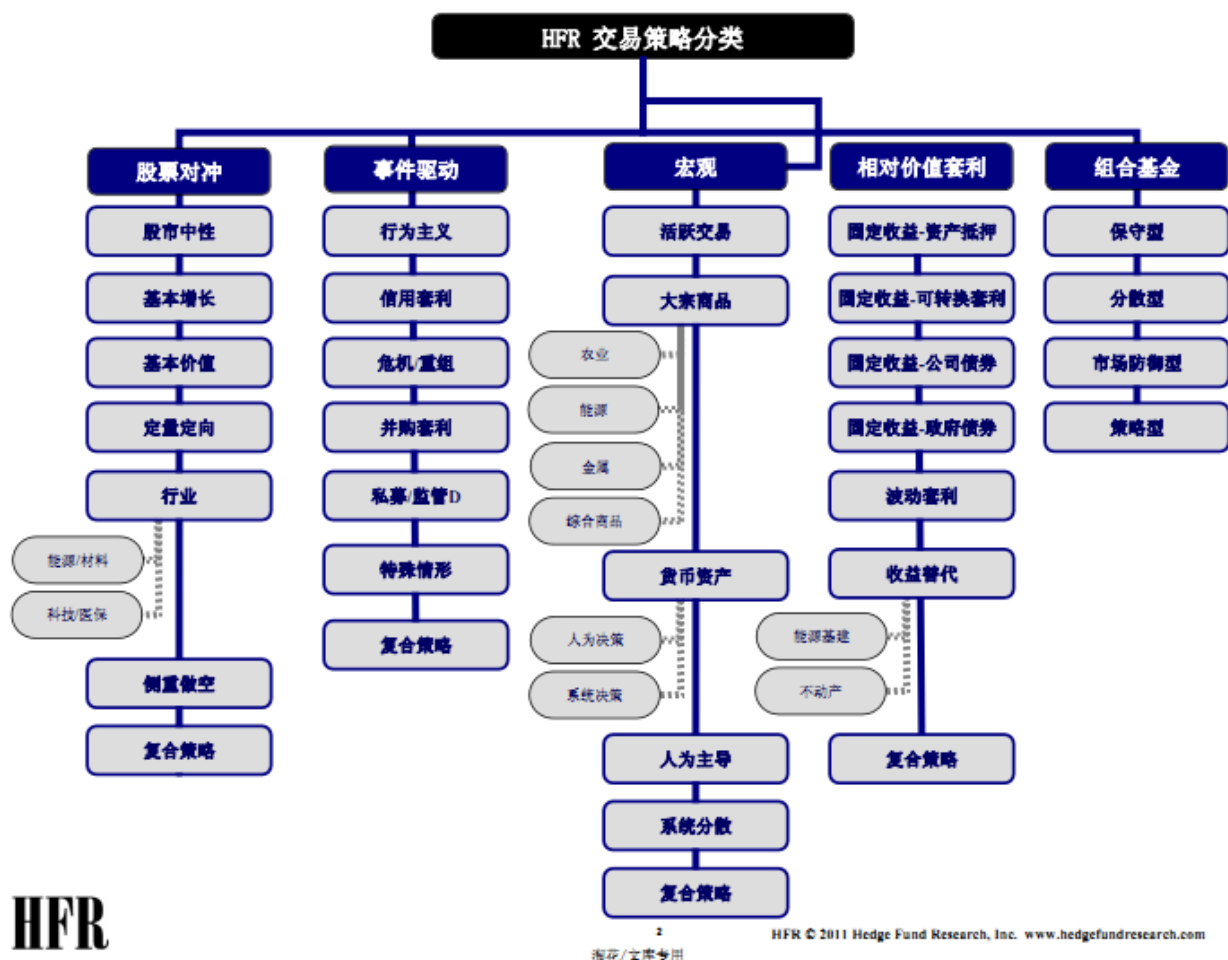
对冲基金的典型投资策略包括：股票对冲策略、事件驱动策略、宏观对冲策略、相对价值策略等。我们认为，这些由卖空机制而产生的交易策略将在明年的 A 股市场上对投资理念和盈利模式产生革命性影响。

股票对冲策略 投资者通过做多和做空两种方式来投资股票和股票衍生品。投资决策通过很多投资流程来达成，包括定量和定性基本面分析。投资策略可以是广泛分散型，或者专注于某些特定产业。不同的基金在净敞口，融资杠杆，持有期，股票公司市值集中，和持有股票价格范围方面有很大的差异。股票对冲投资者通常有至少 50% 或全部的资金投资于股票，包括做多和做空。股票对冲策略包含多种子策略，主要有：股票中性子策略、基本增长子策略、基本价值子策略、定量定向子策略等。

事件驱动策略 投资者持有公司股票并参与或将参与公司的各种交易，例如：并购重组、财务危机、收购报价、股票回购、债务调换、证券发行或者其他资本结构调整。持有的证券可以从资本结构中最优先到最从属的证券，经常还包含一些衍生证券。事件驱动策略的风险对股票市场，信用市场，以及公司特殊的发展各种因素都敏感。投资理念通常来自基本面的特点（而不是数理分析），投资理念的实现取决于预测的独立于现有资本结

构以外的事件的发展结果。事件驱动策略主要包含的子策略为：行为主义子策略、信用套利子策略、危机重组子策略、并购套利子策略、私募/D监管子策略等。

图表 66：对冲基金策略介绍



资料来源：HFR © 2011 Hedge Fund Research, Inc. www.hedgefundresearch.com, 方正证券研究所

宏观因素策略 对冲基金经理运用很广泛的策略进行交易，投资理念在于经济指标的变动方向以及其对股票，固定收益产品，货币和大宗商品市场的影响。基金经理运用各种投资技术，包括人为决策和系统决策，结合从上往下和从下往上宗旨，数理或者基本面分析，长短持有期结合。尽管有些策略运用相对价值技术，宏观策略与相对价值策略的根本区别是宏观投资理念是预测未来的证券的走势，而不是实现证券间的价格差异。同样的，尽管宏观和股票对冲经理都持有股票，宏观经理的投资理念是预测相关的宏观经济指数对证券的影响，而股票对冲经理的投资理念的核心是公司的基本面特点。

相对价值策略 基金经理的投资理念是多个证券之间的价值关系的分歧。基金经理运用一系列的基本面和数理分析技巧去实现自己的投资理念，投资的资产也广泛到包括股票，固定收益资产，金融衍生物和其它的证券

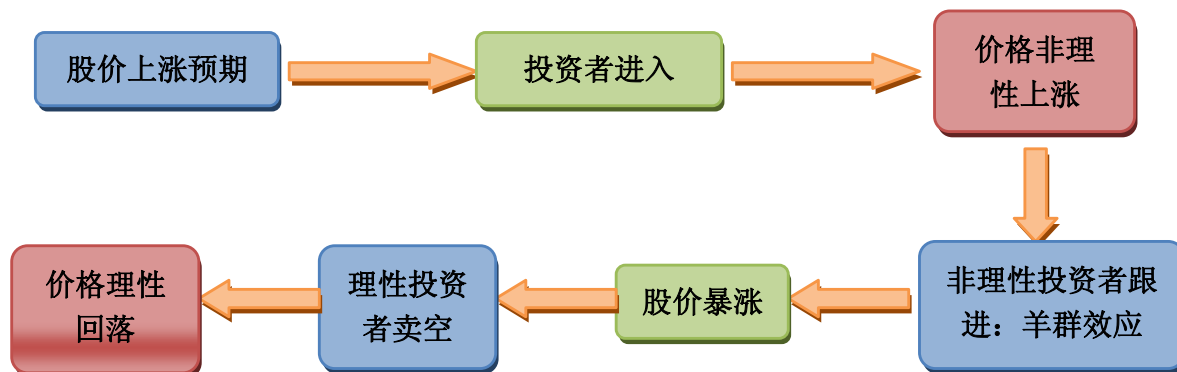
形式。固定收益策略通常由数理分析推动来衡量资产之间的现有关系，或者寻找出证券之间的风险调整利差带来的具有吸引力的投资机会。相对价值的投资可能还涉及一些公司交易，但是和事件驱使策略不一样的是，相对价值的投资理念的实现是相关证券之间的价值分歧，而不是公司交易的结果。相对价值策略包含的子策略主要有：固定收益-资产抵押子策略、固定收益-可转债套利子策略、固定收益-公司债券子策略、固定收益-政府债券子策略、波动套利子策略、收益替代-能源基建策略以及收益替代-不动产策略等。

6.2 卖空机制对股市影响是把双刃剑

卖空机制可以放大证券供求，增加交易量，杠杆化资金的使用效果，增强股市流动和交易活跃性，从而有效地降低了流动性风险。同时，做空机制有助于完善股价形成机制，对市场波动起着市场缓冲器作用，尤其是在抑制高股价泡沫方面，卖空机制会起到明显作用。

不可忽略的是，与卖空机制与生俱来的但其中的杠杆、投机等因素亦会对市场带来负面影响。如果监管不力，在做空保证金制度的杠杆作用下，市场投机氛围将会渐浓，这会在一定程度上加大市场的波动性。因此，当局部门的监管是否得当将在很大程度上决定做空机制能否发挥其最大的正面效应。

图表 67：卖空机制的“缓冲器效应”



资料来源：方正证券研究所

6.3 卖空机制会使量化投资技术得到更大程度的发挥

众所周知，现代金融工程理论的一个核心思想就是无套利均衡思想。如果没有做空机制，金融工程理论也就成了空中楼阁。在做空机制不断完善的基础上，金融工程理论必将在 A 股市场中发挥更大的效用。量化投资技术将在未来成为获取绝对收益的重要利器。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；

减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；

减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼 (100037)	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼 (410015)
电话:	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真:	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址:	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com